



**MÁSTER UNIVERSITARIO EN DIRECCIÓN DE  
EMPRESAS (MBA)**

**CURSO ACADÉMICO 2019/2020**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER**

**EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL  
MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL. UN CASO  
EMPÍRICO PARA ESPAÑA**

**THE IMPACT OF FINANCIAL NEWS ON THE  
ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET. EMPIRICAL  
EVIDENCE FOR SPAIN**

Autora:

María del Rocío Luque Jiménez

Directora:

Myriam García Olalla

Julio 2020

## ÍNDICE

<b>RESUMEN.....</b>	<b>3</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>3</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b>2. MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>6</b>
2.1. EL PAPEL DE LAS PYMES EN ESPAÑA.....	6
2.2. ORIGEN MAB: ESTRANGULAMIENTO DE LA FINANCIACIÓN EN ESPAÑA .....	10
2.3. MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.....	12
2.3.1. Origen y segmentos del MAB .....	12
2.3.2. Régimen jurídico .....	13
2.3.3. Requisitos de admisión.....	14
2.3.4. Condiciones de incorporación .....	17
2.3.5. Ventajas del MAB .....	18
2.3.6. Evolución del MAB.....	19
<b>3. MARCO EMPÍRICO .....</b>	<b>28</b>
3.1. METODOLOGÍA.....	30
3.1.1. Definición del evento.....	30
3.1.2. Tamaño de la muestra.....	31
3.1.3. Método de análisis .....	31
3.1.4. Estimación de la rentabilidad esperada o normal .....	33
3.1.5. Estimación de la rentabilidades extraordinarias o anormales .....	34
3.1.6. Agregación de las rentabilidades extraordinarias.....	34
3.1.7. Contraste de significación estadísticas de las extraordinarias.....	34
3.1.9. Presentación e interpretación de los resultados .....	35
<b>4. CONCLUSIONES .....</b>	<b>38</b>
<b>5. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>40</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>41</b>
<b>7. ANEXOS .....</b>	<b>45</b>

## RESUMEN

En periodos de recesión económica, como la que originó la crisis financiera de 2008, una gran parte de las pequeñas y medianas empresas (Pymes, en adelante) sufren lo que se denomina “estrangulación financiera”, es decir, restricciones de acceso a la financiación procedente de entidades de crédito. Esta situación de falta de liquidez puede conducir a algunas pymes a la insolvencia técnica o insostenibilidad financiera por carencia de recursos suficientes para mantener su actividad productiva. En este contexto, el Mercado Alternativo Bursátil en España (MAB, en adelante) surge como un mecanismo alternativo de financiación a través de un sistema de captación de recursos públicos a gran escala, permitiendo a las pymes el acceso a un proceso de financiación alternativo, al margen del sistema bancario, a través de un sistema público de captación de fondos propios. Sin embargo, el MAB también plantea un dilema a las pymes participantes, que tienen que hacer frente a situaciones complejas que no están bajo su control, por ejemplo, la volatilidad de los mercados bursátiles como consecuencia de una sobre-reacción a determinadas noticias o eventos que puedan condicionarlo. En este contexto, este trabajo de investigación utiliza una metodología de estudio de sucesos para investigar el impacto de determinadas noticias financieras en el MAB. Para ello, en primer lugar, se desarrolla un enfoque teórico sobre el papel decisivo que tienen las pymes en la economía española, sus dificultades de financiación, así como las características y funcionamiento del MAB. En segundo lugar, se plantea un análisis empírico en el que se analiza el impacto de una muestra de noticias financieras en la cotización bursátil de las pymes cotizadas utilizando para ello datos del Mercado Bursátil para el año 2016. Tras el planteamiento del modelo, los resultados obtenidos a través de la metodología de estudio de sucesos muestran que algunos de los eventos analizados tienen una influencia significativa en la cotización de las empresas adheridas al MAB, a través de un análisis de rendimientos anormales medios acumulados (CAARS, por sus siglas en inglés). Estos resultados también muestran diferencias en la reacción del mercado a diferentes eventos, que se manifiesta en la respuesta más anticipada y tardía de los mercados a diferentes tipos de eventos.

## ABSTRACT

The 2008 financial crisis forced to many small and medium-sized enterprises (SMEs, henceforth) to face financial credit constraints. This overall context of liquidity shortage can lead to SMEs enterprises to suffer technical insolvency or financial unsustainability that prevent them to maintain their productive activity. The Alternative Stock Market in Spain (MAB, henceforth), created in 2008, emerged as an alternative financial mechanism able to provide large-scale public sources to SME enterprises through a public system of raising own funds. However, the MAB also poses a dilemma for SME enterprises: the increasing stock market's volatility. This research paper employs an event study methodology to investigate the impact of specific financial news on the MAB. In doing so, firstly, this study develops a theoretical approach on the decisive role that SME enterprises play in the Spanish economy, their financial status, as well as the general MAB's features and functioning. Secondly, this study also runs an empirical case as regards the impact of different financial events on the market prices using a sample of listed SME enterprises for 2016. The results show a significant influence of financial events over the price of the companies attached to the MAB, through a study of accumulated average abnormal returns (CAARs). These results also show meaningful differences in the market reaction to different financial events, which is demonstrated by the more early and late response of market reactions to financial news.

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2008, también conocida como la gran recesión (“the great recession”, por sus siglas en inglés) interrumpió de manera brusca el flujo de crédito procedente del sistema financiero a la economía española, y en particular a las pequeñas y medianas empresas (pymes, en adelante), que representan el 99,8% del total del tejido empresarial español (Empresa, 2019). El menor tamaño económico y financiero de estas empresas redujo su acceso a financiación externa, dado sus menores recursos disponibles para diversificar ingresos, mayor exposición a mercados locales, escaso margen de maniobra financieros y menor solvencia. Por esta razón, en periodos de recesión económica, las pymes suelen sufrir más restricciones que otras empresas a la financiación procedente de las entidades de crédito, conduciendo en multitud de ocasiones a la insostenibilidad financiera y al cierre del negocio.

El mercado alternativo bursátil (MAB, en adelante) es un sistema alternativo de captación de fondos públicos que permite a las pymes obtener financiación a través del mercado secundario o de valores. El objetivo fundamental de este mercado es el de satisfacer las necesidades de financiación de las pymes, en especial en tiempos de estrangulación del crédito bancario, con el objetivo de aprovechar oportunidades de inversión. Los costes y la regulación del MAB están ajustados a las características concretas de las pymes que forman parte del mercado, de manera que el MAB sirve también como una plataforma de aprendizaje para su posterior salto al mercado bursátil. En el MAB cotizan no solamente pymes, sino también otras estructuras empresariales como SICAV (sociedades de inversión de capital variable), las SOCIMI (sociedades de inversión en el mercado inmobiliario) y las ECR (entidades de capital riesgo).

En este estudio se investiga el impacto que tienen las noticias financieras en la cotización de las pymes que forman parte del MAB, y como estas noticias condicionan las oportunidades de captación de fondos de estas empresas en el mercado. La investigación se centra en aquellas noticias que tienen una influencia directa en este mercado, como por ejemplo las entradas y salidas de empresas, los cambios en el marco de regulación relativo a las pymes en el MAB, así como las políticas que afectan al tipo de interés fijado por el BCE y la evolución del índice de referencia para las operaciones interbancarias (EURIBOR).

Este estudio desarrolla un marco teórico en el que se recogen los principales argumentos para el análisis. En primer lugar, se analiza el papel de las pymes en la economía española y sus necesidades de financiación. En segundo lugar, se profundiza en las características del MAB, en cuanto a sus orígenes y evolución, su régimen jurídico, los criterios de admisión de nuevas empresas, los incentivos y ventajas de su funcionamiento, y finalmente las principales características de las empresas que lo conforman.

A partir del marco teórico, este estudio también plantea un análisis empírico en el que se contrasta el efecto que tienen diversas noticias financieras relativas a las pymes en los precios de cotización de estas empresas en el MAB. Para ello, nos centramos en el análisis de los rendimientos anormales de las acciones de las empresas que cotizan en el mercado, evaluando la volatilidad del rendimiento. Esto supone que cualquier anuncio que llegue al mercado tiene que producir un efecto en el precio de cotización. En este sentido, si la información publicada es relevante para los inversores, esto provocará ajustes en la cartera, y en consecuencia un aumento o disminución en el volumen de negociación.

Este estudio se organiza de la siguiente manera. Un segundo capítulo donde se desarrolla la parte teórica en la que se exponen los principales elementos del análisis. Un tercer capítulo que presenta la metodología, los datos del estudio y los resultados del trabajo. Un cuarto capítulo que integra las principales conclusiones, y por último un quinto capítulo en el que se exponen las limitaciones y futuras líneas de investigación.

## 2. MARCO TEÓRICO

### 2.1. EL PAPEL DE LAS PYMES EN ESPAÑA

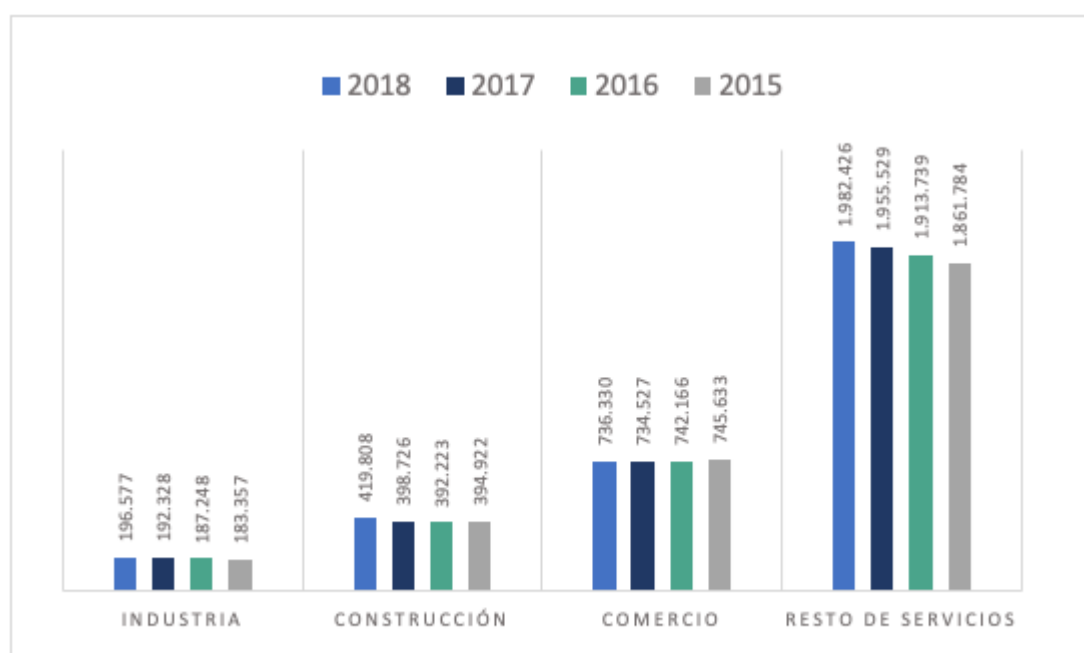
En España el 99,8% de las empresas son pymes, creando el 70,4% del empleo del país y representando el 65% del PIB (López Pascual, 2014). Como consecuencia de esto, se considera a la economía española una de las más dependientes de las pymes de toda Europa, ocupando el quinto lugar tras Malta, Letonia, Estonia y Bulgaria (CepymeNews, 2018). Este hecho se refleja en el gran espacio que ocupan este segmento de empresas con respecto al total de empresas de España. Según el informe del Directorio Central de Empresas (DIRCE (INE), 2018), en España hay actualmente 3.337.646 empresas, de las cuales 3.331.808 son pymes. Siendo la composición de estas, el 55,40% de empresas sin asalariados o autónomos, un 42,63% de empresas con menos de 20 trabajadores y solo un 0,12% representan las grandes empresas con más de 250 empleados.

**Tabla 2.1. Empresas activas en España 2012 – 2018**

Empresas activas por estrato de asalariados							
Resultados nacionales							
	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Sin asalariados</b>	1.845.881	1.823.250	1.791.909	1.754.002	1.672.483	1.681.588	1.764.987
<b>De 1 a 2</b>	910.686	894.179	895.574	899.802	921.000	922.646	867.550
<b>De 3 a 5</b>	303.574	298.744	292.403	287.430	284.612	280.643	288.896
<b>De 6 a 9</b>	125.173	120.696	117.293	112.527	110.819	125.029	131.944
<b>De 10 a 19</b>	80.860	77.632	75.022	71.518	70.226	74.204	79.113
<b>De 20 a 49</b>	45.485	43.079	40.895	39.101	38.157	39.506	43.070
<b>De 50 a 99</b>	13.116	12.540	12.020	11.503	11.223	11.745	12.700
<b>De 100 a 199</b>	7.033	6.674	6.243	5.928	5.753	6.130	6.434
<b>De 200 a 499</b>	3.925	3.756	3.489	3.340	3.346	3.450	3.214
<b>De 500 a 999</b>	1.044	969	951	937	942	885	935
<b>De 1000 a 4999</b>	750	709	674	683	646	643	669
<b>De 5000 o más</b>	119	118	109	107	103	101	105
<b>Pymes</b>	<b>3.331.808</b>	<b>3.276.794</b>	<b>3.231.359</b>	<b>3.181.811</b>	<b>3.114.273</b>	<b>3.141.491</b>	<b>3.194.694</b>
<b>Total</b>	<b>3.337.646</b>	<b>3.282.346</b>	<b>3.236.582</b>	<b>3.186.878</b>	<b>3.119.310</b>	<b>3.146.570</b>	<b>3.199.617</b>

Fuente: DIRCE (INE)

Tras la crisis financiera de 2008, muchas pymes proyectaron una estrategia de apertura internacional, con el objetivo de conquistar nuevos mercados y hacer frente a la débil demanda nacional. Actualmente las pymes españolas son las responsables del 53.3% de las importaciones y del 51,1% de las exportaciones totales de bienes y servicios al extranjero (Eurostat, 2017). Además, la concentración empresarial refleja una mayor importancia de estas en el sector comercial, en la construcción y en el sector industrial, según datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social (MEySS, 2018), sobre las empresas inscritas en la Seguridad Social a enero de 2018.

**Tabla 2.2. Distribución de pymes por sectores**

Fuente: DIRCE (INE)

La repercusión de estas cifras obliga a tomar conciencia de la importancia de ofrecer a este tipo de empresas un abanico más amplio de financiación (Del Puerto, 2016), que haga frente a la gran dificultad y escaso acceso a la financiación, con lo que han tenido que lidiar en los últimos años.

En lo que respecta a la financiación de las pymes, este proceso se hace fundamentalmente a través de créditos bancarios, siendo aproximadamente el 95% de las pymes las que acceden a este tipo de financiación (European Central Bank, 2019). Esta vía resulta en muchos casos compleja e insuficiente, particularmente debido al alto coste que tiene para las pymes que están en plena expansión empresarial y de apertura al exterior, el acceso a la financiación en un contexto de estrangulación del crédito.

Esta situación si la comparamos con otros países, observamos que la dependencia de la totalidad de nuestras empresas al sistema bancario es excesiva, debido a que solo un 20% de la financiación total, se realiza vía mercados. Mientras que este porcentaje se acerca a un 50%, en países como Alemania o Francia, y aumenta al 70% en Estados Unidos (Giralt & González, 2015b). Como han reflejado recientes publicaciones del Banco de España, que consideran esta diferencia de las vías de financiación utilizadas por las empresas en España con respecto a EEUU, el Reino Unido y el resto de Europa, como un factor clave de la recuperación económica.

Dichos datos son aún más extremos cuando hacemos referencia a las pequeñas y medianas empresas españolas, cuyas barreras de acceso a los mercados financieros, tanto estructurales como psicológicas, son más elevadas (Joaquín Maudos, 2014).

Por ejemplo según la Encuesta sobre Prestamos Bancarios (EPB) (García-Posada, 2014), realizada a varias empresas españolas con la intención de obtener información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda, y que se comparan con los relativos al conjunto del área de la zona euro, se observa en el gráfico 2.1, como resultado de la crisis financiera, una disminución de la demanda de créditos bancarios

por parte de sociedades no financieras. En dicha figura queda reflejado el cambio drástico de tendencia a consecuencia de la mencionada crisis, pasando de una larga etapa de crecimiento elevado y facilidad de concepción de financiación por parte de las entidades bancarias, al endurecimiento de los criterios para su aprobación a partir del año 2006. Tendencia que se intensificó a mediados del año 2007. Periodo marcado por el notable deterioro de las expectativas económicas y las tensiones registradas en los mercados financieros. Esta subida de los requisitos exigidos para la aceptación de un crédito, al comienzo de la crisis, estuvo acompañada de una bajada en la demanda de esta vía de financiación por parte de las sociedades no financieras, situación que queda reflejada en el siguiente gráfico.

**Gráfico 2.1. Encuesta sobre préstamos bancarios: Variación de los criterios de aprobación**



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

Esta tendencia experimentó cierta relajación en dichos criterios por primera vez desde el comienzo de la crisis debido a la creencia en la mejora de las expectativas económicas, la disminución de los riesgos de las garantías solicitadas y el crecimiento de las fuentes alternativas de financiación, como por ejemplo la financiación vía mercados, que detallaremos más adelante y que afecta a la financiación bancaria a modo de competencia.

En pleno colapso financiero, el gobierno de la Unión Económica y Monetaria (UEM en adelante) decidió aprobar un conjunto de medidas de apoyo a las entidades de crédito. Entre las disposiciones adoptadas en España tuvieron lugar la creación de un fondo para la adquisición de activos de elevada calidad crediticia, la concesión de avales públicos para la realización de nuevas emisiones y la autorización del Gobierno para una posible participación estatal en el capital de aquellas entidades de crédito que pudieran necesitarlo. Estas medidas tuvieron un impacto favorable sobre las condiciones de acceso a la financiación. Por ejemplo, en la tabla 2.2 el 90% de las empresas encuestadas notaron cierto efecto. Sin embargo, solo el 20% señalaron un efecto considerable en dichas condiciones de acceso.

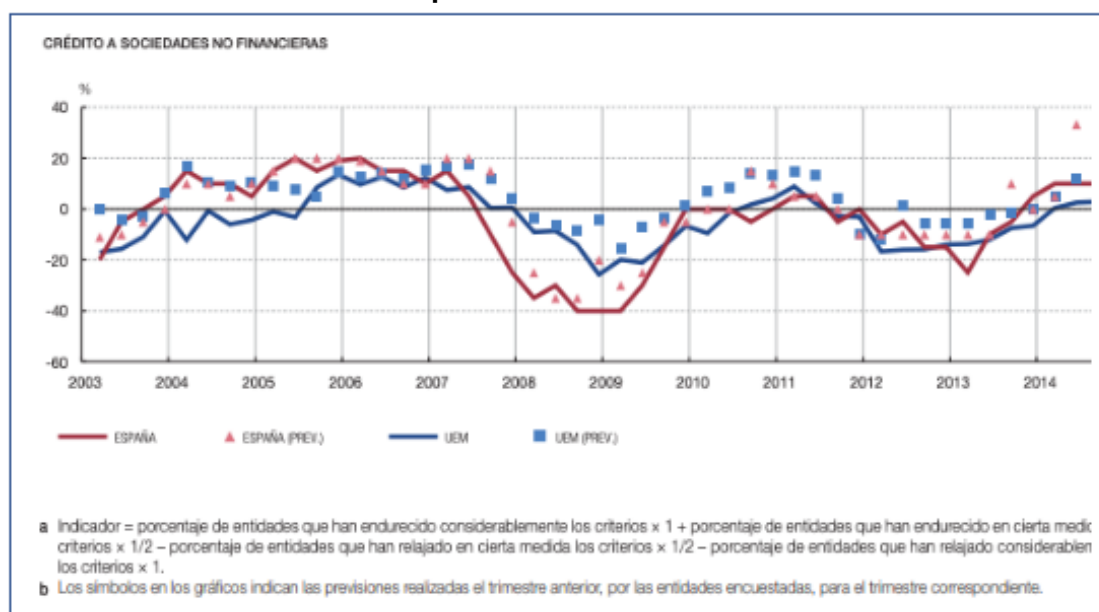


**Tabla 2.2. Encuesta sobre las medidas de apoyo al acceso de préstamos bancarios**

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción					Indicador de difusión ©		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable aplicable (a)	Porcentaje neto (b)	Media España	Media España en 1 - 1	Media EUM
	IMPACTO DE LA MEDIDAS DE APOYO A LA RECAPITALIZACIÓN Y AVALES PÚBLICOS POR PARTE DEL GOBIERNO							
Últimos tres meses	4	5	1	0	90	65	55	35
Próximos tres meses	3	6	1	0	90	60	45	26

Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España

Esta mejora se puede observar en el gráfico 2.3. A mediados del año 2010 se pudo evidenciar un incremento sustancial en el número de créditos demandados y por tanto concedidos, tanto en la Unión Europea como en España. No obstante, en lo que respecta a la distinción por tamaño de las empresas prestatarias, siguen siendo más severos los criterios de aprobación de los créditos concedidos a las pymes, y más aun cuando se trata de empresas de reciente creación. También se aprecia en estas operaciones un mayor incremento de las garantías requeridas y de otros gastos, excluidos intereses, en comparación con los exigidos a las grandes empresas.

**Gráfico 2.3. Encuesta sobre préstamos bancarios: Variación de la demanda**

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España

Estas diferencias en el acceso a la financiación entre las pymes y las grandes empresas no solo existen en el ámbito español, sino que queda patente en todo el territorio de la Unión Europea. No obstante, dichas desigualdades son más acusadas en España. Estas disparidades radican principalmente en el tamaño de la empresa, dado que cuanto más reducido es su tamaño, menor es su transparencia. Por tanto, la falta de dicha información se traslada a un mayor riesgo, que obliga a los prestamistas a exigir mayores garantías y aumentar los costes de financiación, dando lugar en ocasiones a la denegación de créditos. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) realizada en el año 2014, concluye que un 5% de las pymes españolas reconocen que no llegaron a solicitar el crédito bancario por temor al rechazo por parte de la entidad financiera. Y en el caso de solicitarlo, el porcentaje de negación en las pymes fue del 10%, frente al 2%

demandado por las grandes empresas. Otro estudio realizado por la Comisión Europea concluyó que, en el año 2014, la mayor tasa de rechazo se produjo entre las microempresas con menos de diez empleados, siendo esta del 18%, y en el caso de las pymes de menos de dos años de antigüedad se situó en torno al 28 %. En cambio, si nos fijamos en las solicitudes de préstamo presentadas por grandes empresas (con 250 empleados o más) solo el 3% fueron rechazadas (Comisión Europea, 2014).

A las dificultades que tienen las pymes para beneficiarse de la financiación bancaria hay que sumarle el sobrecoste que tienen que pagar por esta, siendo en la mayoría de las ocasiones excesivo. Teniendo en cuenta la importancia que tienen las pymes en el tejido productivo de la economía española este sobrecoste de acceso a la financiación implica plantearse otras formas de financiación alternativas.

A pesar de que los datos más recientes muestran una mejora en el acceso a la financiación bancaria por parte de las pymes, rompiendo así la tendencia de los últimos años, estas dificultades de acceso no se tratan de algo transitorio, pues se prevé que dichos mercados actúen de forma similar a como han actuado en estos años de recesión, ante el temor de futuras crisis. Por lo que la búsqueda de nuevas alternativas de financiación para las pymes es un hecho imperativo (Joaquín Maudos, 2015).

Estas pueden ser financiación de deuda o por fondos propios.

Dichas alternativas de financiación van desde las emisiones directas de pagarés, bonos u obligaciones, titularización de préstamos, emisión de títulos por parte de la empresa a fondos de deuda. Sin embargo, este tipo de financiación deben de hacer frente a la desconfianza del inversor por riesgo de impago, altos costes de emisión al incluir la rentabilidad para el inversor, comisiones de colocación, falta de liquidez de los títulos, cumplimiento de ciertas condiciones y algunos problemas en la regulación (Marín Cantador & Serrano Espejo, 2017).

Carbó Valverde y Rodríguez Fernández a través de su estudio “Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España” proponen fomentar vías de financiación alternativas como la deuda a través de mercados alternativos y la financiación directa a través de crowdfunding, entre otros (Carbó Valverde & Rodríguez Fernández, 2014). Ya que como exponen ambos autores en dicho estudio *“El mercado alternativo bursátil (MAB) y las entidades de capital riesgo, representan alternativas particularmente prometedoras para las empresas españolas en un futuro próximo”*.

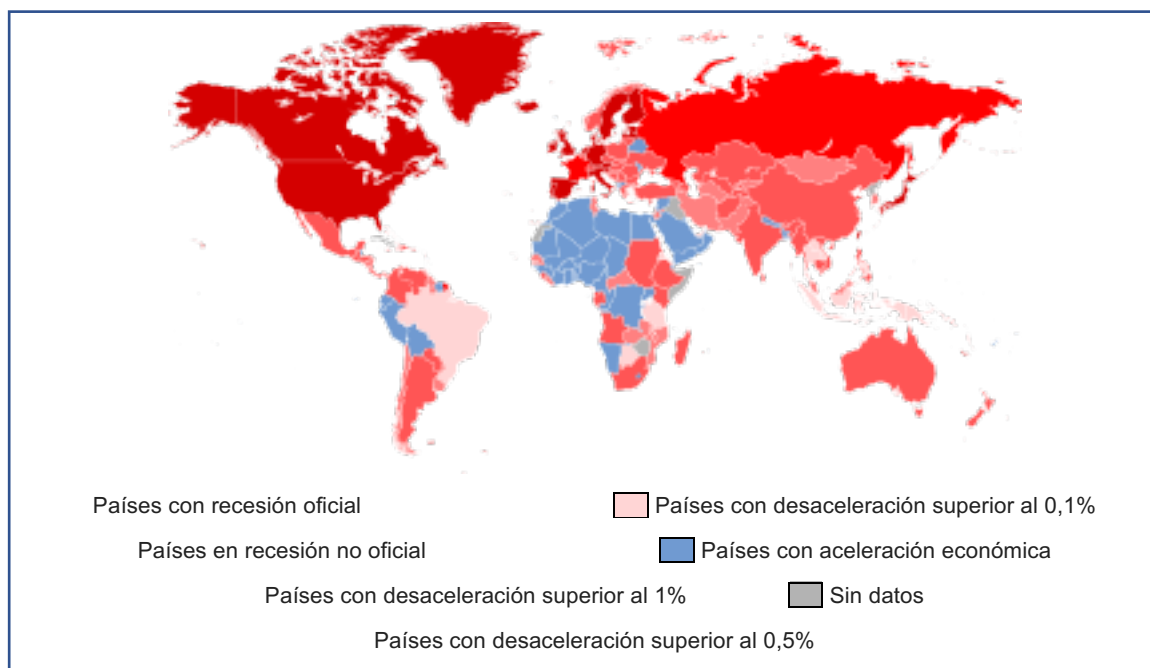
## **2.2. ORIGEN MAB: ESTRANGULAMIENTO DE LA FINANCIACIÓN EN ESPAÑA**

Como solución a la excesiva dependencia financiera de las pymes al sector bancario, y a la estrangulación de crédito a partir de la crisis, se creó en el año 2009 el Mercado Alternativo Bursátil.

El propósito principal de este mercado es el de satisfacer las necesidades de financiación de las pymes españolas, uno de los sectores empresariales más afectados por la Gran Recesión, que es como se conoce a la crisis económica mundial del año 2008. Dicha crisis tuvo su origen a mediados del año 2007 con la quiebra de varios bancos menores de inversión, seguida por la caída del banco estadounidense Lehman Brothers. Estos shocks financieros propiciaron la expansión de la crisis financiera de

2008 por todo el mundo, con un impacto profundo en España, tal y como se puede apreciar en la imagen.

**Gráfico 2.3. Países afectados por la crisis entre 2008 y 2009**



*Fuente: 2007-2009 World Financial Crisis*

A consecuencia de esta crisis, se produjo un endurecimiento generalizado de la oferta de crédito, tanto en los hogares como en las empresas. Siendo dicha sequía de financiación más acusada cuanto más pequeño era el tamaño de la empresa, siendo aún más acentuado en las empresas familiares (Duréndez, Pérez, & Mariño, 2014).

Este mercado representa una alternativa particularmente prometedora para las pymes españolas en un contexto de escasez de financiación tradicional y vulnerabilidad a los ciclos bancarios, impulsando la reestructuración empresarial, indispensable para cambiar el patrón de crecimiento de nuestra economía (Mariño, 2010).

Tiene como función básica satisfacer las necesidades de financiación y reducción de los riesgos de las pymes españolas, uno de los sectores empresariales más afectados por la crisis financiera, como bien hemos comentado en el párrafo anterior.

El MAB pretende, por tanto, facilitar el acceso a la financiación de las pymes a través de una simplificación de los requisitos exigidos. Por ejemplo, mediante la reducción de costes que hace más factible el acceso de empresas de menor capitalización. Las pymes mediante el MAB son capaces de conseguir recursos financieros a través de ampliaciones de capital, reduciendo por tanto los altos costes asociados con la financiación ajena. Además las empresas que cotizan en estos mercados pueden emplear sus propias acciones como medio de pago tanto en los procesos de fusión, como de absorción de otras empresas (Giralt & González, 2012).

La importancia de estos mercados alternativos queda manifestada por la necesidad de financiación de las pymes en un entorno de crisis económica. Durante la gran recesión se dio la circunstancia de que el sistema financiero español era incapaz de proveer

financiación a este tipo de empresas, dando lugar a un escenario de escasez de liquidez y por lo tanto insolvencia. Esto conllevó una recuperación más lenta y difícil en comparación con otros países vecinos. La tradicional dependencia de las pymes al sistema bancario español se debía fundamentalmente a que este es la fuente más conocida, segura y fiable que existía antes de la crisis, cuando apenas había restricciones para financiarse a través de ella. Tanto es así, que al comienzo de la crisis el 80% de la financiación procedía del sector bancario dejando un mínimo porcentaje a la financiación alternativa. Nada que ver con otros países vecinos, donde la financiación alternativa supera el 50% (Guaita, 2015), y es aquí donde reside el hecho de que la recuperación económica en otros países de la Unión Europea fuera más acelerada y menos dolorosa que la recuperación española (Banco de España, 2017).

La crisis financiera evidenció una fuerte dependencia de las pymes a la financiación bancaria por la falta de otro tipo de alternativas, proclamándola como la principal fuente de financiación. Pues en este contexto empezó a producirse tensiones en la concesión de créditos provocando una fuerte debilidad estructural. A partir de entonces, muchas fueron las pymes que vieron truncadas sus expectativas de desarrollo y expansión al no poder hacer frente a los costes de este crecimiento por no encontrar financiación. Ante este escenario, la importancia de abrir nuevas vías de financiación es crucial para que start-ups continúen innovando y puedan llevar a cabo la expansión internacional, que comentamos en el primer capítulo de este trabajo.

Los efectos positivos que evidenciaron los países con presencia de este tipo de mercados tras la crisis financiera se debieron a la estrategia de alternar diferentes fuentes de financiación, hecho que contribuye a la estabilidad y resiliencia de las pymes, debido a que ven reducidos sus riesgos como consecuencia de la diversificación. De ahí la importancia de este tipo de mercados alternativos y la necesidad de impulsarlos (Bekiaropoulos & Soler, 2018). Es por este motivo por lo que el MAB sigue el patrón de otros mercados alternativos europeos que son ejemplos concretos de éxito, como el AIM de Londres, el SCALE alemán, el AIM de Italia y el NYSE Alternext, recientemente conocido como Euronext Growth (Mariño Garrido, 2010).

### **2.3. MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL**

#### **2.3.1. Origen y segmentos del MAB**

A pesar de que otros países de la Unión Europea poseen mercados alternativos bursátiles maduros para que las empresas de menor dimensión puedan salir a la bolsa en busca de financiación, el concepto de mercado bursátil destinado a empresas con pequeña capitalización es relativamente breve en España. Estos mercados alternativos nacen con el propósito de ser un lugar de encuentro para sociedades de pequeña capitalización, con proyectos en expansión y potenciales inversores.

En España este mercado surge a finales de 2005, cuando el Consejo de Ministros autorizó a la Bolsa y Mercados Españoles (BME, en adelante) la creación de un Sistema Organizado de Negociación (SON)<sup>1</sup> para valores e instrumentos financieros de reducida capitalización, acciones y otros valores que requerían un régimen jurídico simplificado y singularizado.

---

<sup>1</sup> Con la reforma de la Ley del Mercado de Valores (LMV) aprobada en diciembre de 2007, todos los mercados los SON existentes debería transformarse en Sistema Multilateral de Negociación (SMN), en los próximos seis meses de la aprobación. Este cambio, fue consecuencia a la adaptación de los LMV a las reglas MIFID (Markets in Financial Instruments Directive).

El MAB con sede en Madrid, se constituye oficialmente el 21 de febrero de 2006 y en mayo de este mismo año comienza su actividad con un primer segmento de sociedades de capital variable (SICAVS), siendo supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, en adelante) y bajo el amparo del BME, lo que da una serie de garantías a los inversores.

En el periodo que abarca los dos años siguientes, se inauguraron los segmentos de negociación para las Entidades de Capital Riesgo (ECR) y el tercer segmento de negociación para Empresas en Expansión (EE), respectivamente. Siendo los segmentos de Sociedades de Inversión Libre (SIL), Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI) y BME Fondos, los últimos en crearse. Centrándose el presente trabajo en los segmentos de Empresas en Expansión y SOCIMI.

El propósito inicial del MAB es el de establecer *“un mercado de valores dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características”*<sup>2</sup>. (“MAB,” 2020). Por tanto, se trata de un mercado adaptado que proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración a empresas que se encuentran en fase de expansión en cualquier país y sector industrial, con un régimen jurídico adaptado a ellas. Una especie de plataforma de aprendizaje o lanzamiento hacia la bolsa (“launching platform” en inglés), para las empresas que alcancen una dimensión adecuada.

Aunque una de las principales características del MAB es su orientación hacia las empresas usuarias, que, a su vez, estas son las más beneficiadas por cotizar en este sector. Es necesario mencionar que el MAB, también está destinado y beneficia a inversores institucionales y particulares, pues le permite ampliar la gama de productos en los que invertir, en unas buenas condiciones de rentabilidad, liquidez y seguridad (García Stuyck, 2010).

A pesar de que comenzó sus operaciones en julio de 2009, actualmente el MAB cuenta con 42 empresas en expansión, 68 sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario, 2706 sociedades de inversión de capital variable, 14 sociedades de inversión libre, y una única entidad de capital riesgo que forma parte del MAB (BBVA Capital Privado F.C.R.).

Los mercados alternativos bursátiles nacen con el propósito de ser un lugar de encuentro para sociedades de pequeña capitalización, con proyectos de expansión que financiar y sus potenciales inversores (Soto-Araneta, Téllez-Valle, & Berenguer, 2013). Por lo que las pymes en expansión, encaja perfectamente con el perfil de empresa al que está orientada la financiación del MAB, al tratarse de empresas con gran potencial de desarrollo, bien por las actividades en continuo crecimiento que desarrollan o por los grandes proyectos que tienen previstos, que necesitan de este impulso de financiación, por parte del MAB, para su evolución.

### **2.3.2. Régimen jurídico**

El MAB es regulado por la normativa del mercado de valores, es decir, Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Pero dicha regulación no es muy extensa. Es por ello, y con el fin de aportar mayor fiabilidad y seguridad, tanto a los inversores como a las empresas

---

<sup>2</sup> Definición del MAB EE recogida en la presentación que el MAB hace de este mercado en su página web oficial.

que quieran formar parte de este mercado, se amplía la ya comentada normativa, fijando su actuación a través de las siguientes disposiciones generales y a sus normas de desarrollo.

- El capítulo II del Título VII y los Títulos VIII y X del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
- El Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 (en adelante "MIFIR");
- El Reglamento (UE) Nº 909/2014, del Parlamento y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº236/2012, así como a lo establecido en este Reglamento y en sus normas de desarrollo.
- La Directiva 2014/65/UE del Parlamento y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (en adelante, "MIFID II").

Además de las citadas disposiciones generales contenidas en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, serán aplicables al Mercado:

- El Reglamento General del Mercado Alternativo Bursátil, donde se regula cada uno de los segmentos que conforman al MAB.
- Las Circulares que apruebe el Consejo de Administración y las Instrucciones Operativas del Mercado.

Cualquier modificación que tenga lugar tanto en el Reglamento, como en las Circulares e Instrucciones Operativas, deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

### **2.3.3. Requisitos de admisión**

Al igual que ocurre con el resto de los mercados bursátiles, existen unos requisitos previos de acceso, tanto para las sociedades como para los accionistas. Con estos requisitos el MAB pretende que tengan una estructura idónea para su inserción al mercado.

Sin embargo, los requisitos de acceso al MAB tienden a ser más flexibles que los del resto de mercados financieros, ya que en este caso, la prioridad está en potenciar el acceso de las pymes a la financiación bursátil.

Para mejorar la comprensión de tales requisitos de acceso, recurrimos por tanto a la circular 14/2016 del MAB que regula no solo los requisitos de incorporación sino también los de exclusión para empresas en expansión y SOCIMIS.

Este marco jurídico se ha visto ampliado por la circular 6/2017, que pretende flexibilizar algunos requisitos como por ejemplo el idioma de presentación del documento informativo de incorporación al mercado o la información financiera histórica a aportar por parte de los emisores. Estos requisitos son distintos según se trate de empresas emisoras o accionistas.

Según la circular 2/2018:

a) *“Empresas de Reducida Capitalización: “Podrán incorporarse al segmento de Empresas en Expansión del MAB aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, españolas y extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones. Las acciones estarán representadas por anotaciones en cuenta. Las acciones emitidas deberán tener una capitalización inferior a quinientos millones de euros”.*

b) SOCIMI y sociedades extranjeras equiparables: *“Cumplidas las condiciones señaladas en la letra a), podrán incorporarse al segmento de SOCIMI del MAB aquellas acciones emitidas por las siguientes sociedades:*

☐ *Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), sujetas al régimen previsto en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, modificada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre.*

☐ *Sociedades anónimas extranjeras cuyo objeto social y régimen de inversión sean equiparables con el previsto en la legislación española para las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).*

*En el caso de las acciones emitidas por las SOCIMI, se admitirá una capitalización superior a quinientos millones de euros, siempre que se acredite en la fecha de solicitud de incorporación el cumplimiento de los requisitos que determinan la aplicabilidad de la exención de acuerdo con el artículo 77.3 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.”*

Con respecto a la actividad que desarrollan, estas sociedades deben encontrarse comercializando productos o servicios o, desarrollando actuaciones concretas referidas a la preparación de esa actividad, con los que obtengan ingresos significativos. Una de las principales diferencias con respecto a otros mercados bursátiles, en cuanto a requisitos económicos, es que en el MAB no se requieren beneficios previos en el desarrollo de su actividad económica, aunque sí se precisa de un capital mínimo (free-float) de unos 2 millones de euros aproximadamente. Con respecto a la antigüedad, no existe una exigencia para sociedades de reducida capitalización ni para SOCIMIS. No obstante, en el caso de no contar con dos años de actividad, estas entidades estarán sometidas a una carga adicional de información financiera hasta que la antigüedad de la sociedad alcance los tres ejercicios.

Las nuevas incorporaciones, a parte de cumplir estos requisitos, deberán disponer de un Reglamento Interno de Conducta y contar con dos figuras importantes (Blanco Bermúdez, 2015).

- **Asesor Registrado:** cuya función principal es la incorporación y mantenimiento de la empresa en el mercado. Para ello, inicialmente realizará una valoración previa de la empresa, para evaluar y preparar su salida a bolsa. Después se encargará de asesorar, acompañar y supervisar a la sociedad, durante su permanencia a dicho mercado. El MAB cuenta con 22 empresas asesoras, entre las que destacamos Deloitte, Price Waterhouse o Renta 4 Corporate.

- **Proveedor de liquidez:** Unos de los riesgos potenciales de este mercado es la escasez de liquidez. Es por ello, por lo que con esta figura se pretende garantizar la liquidez de los valores de la sociedad emisora, a la vez que controla los precios de las acciones mediante ajustes en la oferta. Evitando así las fluctuaciones en los

## EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL MAB

precios que no sean como consecuencias del propio mercado. En la actualidad 15 proveedores de liquidez, prestan sus servicios al MAB, como son, Banco Santander, Solventis y Bankinter.

Siendo dichos requisitos más flexibles en lo que respecta a la estructura contable, ya que dichas entidades no tendrán porque modificar dicha estructura, pudiendo optar entre las Normas Internacionales de información Financiera (NIIF) o el estándar contable nacional para empresas europeas, y en el caso de no europeas entre NIIF o US GAAP.

Cuando hablamos de una empresa emisora, los requisitos a cumplir se dividen en formarles, estándares contables o actividad (Tabla 2.4).

**Tabla 2.4. Requisitos para empresas en expansión, SOCIMIs y accionistas**

Empresas en Expansión	SOCIMI	Accionistas
<b>1. Formales</b> * Acciones emitidas por SOCIEDADES ANÓNIMAS  * Españolas o extranjeras  * Capital social totalmente desembolsado y libre transmisibilidad.  * Representadas por anotaciones en cuenta  * Capitalización inferior a 500 millones de euros.	<b>1. Formales</b> * Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario * Sociedades anónimas extranjeras cuyo objeto social y régimen de inversión, sean equiparables con el previsto en la legislación española para las Sociedades Anónimas * Contar con menos del 70% del valor de mercado de su activo invertido, en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento se integrarán en un subsegmento denominado "SOCIMI en Desarrollo".	<b>1. Compromiso de permanencia 1 año</b> * Para sociedades con antigüedad inferior a 2 años * Aplicable a accionistas de referencia y a directivos  <b>2. Comunicación de participaciones significativas</b> * Accionistas que alcancen, superen o desciendan de 10% y múltiplos (Empresas en Expansión) * Accionistas que alcancen, superen o desciendan de 5% y múltiplos (SOCIMI) * Administradores y directivos, 1% y múltiplos
<b>2. Estándares contables</b> * Sociedad de la UE puede optar: NIIF ó estándar contable nacional. * Sociedad de país no miembro: NIIF ó US GAAP.		<b>3. Publicidad de pactos para-sociales</b> * Cuando restrinjan transmisibilidad o afecten a derecho de voto
<b>3. Actividad</b> * Sociedad que comercialice productos o servicios (o actuaciones relevantes preparatorias) * Y obtenga ingresos significativos de comercialización o de aportaciones financieras fundamentadas en actuaciones preparatorias		<b>4. Solicitud de exclusión negociación en el MAB</b> * Ofrecer a los accionistas que hayan votado en contra, la adquisición de sus acciones a un precio justificado * Ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones a un precio justificado
<b>4. Información Inicial</b> * Documento informativo presentado ante el MAB, con información detallada de la compañía, su negocio y perspectivas. * Redactado en castellano o en una lengua habitual del ámbito de las finanzas.		<b>5. Cambio de control de la sociedad</b> * El accionista que reciba una oferta de compra por la cual el adquirente detentaría el control compañía (>50%) no podrá aceptar a menos que el adquirente ofrezca a todos los accionistas comprar sus acciones en iguales condiciones
<b>5. Designación de Asesor Registrado + Contrato de Liquidez</b>		
<b>6. Valor estimado de la oferta o "listing" <math>\geq 2.000.000</math> €</b> * En OPV, OPS u oferta privada. * Para el conjunto de acciones propiedad de accionistas con participación <5% en caso de "listing". En este caso, necesaria valoración independiente.		

Fuente: Elaboración propia en base a la información de la circular 2/2018 del MAB.

Con respecto a las obligaciones de los accionistas, en el caso en el que la sociedad no tenga una antigüedad superior a dos años, deberán comprometerse a no vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones, dentro del año siguiente a su incorporación al MAB. Además, tendrán la obligación de rechazar una oferta de compra que suponga una participación de control superior al 50% del capital social, salvo que se trate de una oferta pública de adquisición (OPA).

Además, para su incorporación en el MAB, deberán comunicar:



- Al emisor, la adquisición o pérdida de acciones que superen el 10% del capital social en las sociedades y el 5% en las SOCIMI.
- A la sociedad, los pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten el derecho al voto.

#### 2.3.4. Condiciones de incorporación

Junto a los principales requisitos descritos en el apartado anterior, el MAB presenta otras condiciones de acceso en su página web.

**Gráfico 2.4. Requisitos y procedimiento de incorporación**



*Fuente: Bolsa y Mercados (MAB)*

- **Transparencia:** Es uno de los puntos clave de cualquier mercado bursátil, pues cuanto mayor es el nivel de exigencia, más confianza genera entre los inversores. Pero este nivel de transparencia requiere de un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas, en los órganos de gobierno y sus formas de actuación.
- **Información:** La nueva empresa debe de asumir el compromiso de presentar la documentación e información requerida por el mercado. Esta información requerida, suele ser periódica, relevante y de interés para los inversores:
  - Periódica: Semestralmente deberán presentar un informe financiero y anualmente las cuentas anuales auditas, junto con una actualización de las provisiones.
  - Relevante: Información sobre la naturaleza jurídica de la empresa y cualquier cambio que afecte a la transmisión de valores y/o tenga un impacto en su cotización. Además de facilitar toda la información presentada a la CNVM.
  - Información de interés para los accionistas: Como puede ser cambios en las participaciones significativas, pactos parasociales u operaciones realizadas por sus administradores o directivo que tengan un efecto superior al 1% de sus múltiplos.

Este hecho en realidad también provoca un cambio de mentalidad de los responsables de estas sociedades, pues en muchas ocasiones son reacios a informar de más, por miedo a la competencia. Sin embargo, con la prioridad de dicha información, el MAB pretende aumentar la captación de recursos de los inversores, especialmente los institucionales.

- **Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez:** Dos figuras cuya misión es la de informar, acompañar, asesorar y supervisar, a la empresa en su expedición por el MAB. Además de garantizar la liquidez de los valores de esta. Debido a que este mercado no goza de la liquidez existente en bolsa.
- **Difusión accionarial:** Las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social, representen un valor estimado superior a dos millones de euros. Este requisito es imprescindible para formar parte del MAB. Sin embargo, muchas de las empresas que inicialmente carecen de él, pueden conseguirlo a través de la colocación o venta previa de acciones que realicen para su anexión al mercado.

### 2.3.5. Ventajas del MAB

Las ventajas de los mercados alternativos bursátiles tienden a ser similares a las existentes en otras bolsas pertenecientes al país en el que operan, dado que se encuentran sometidos a la misma legislación y supervisión que el mercado tradicional.

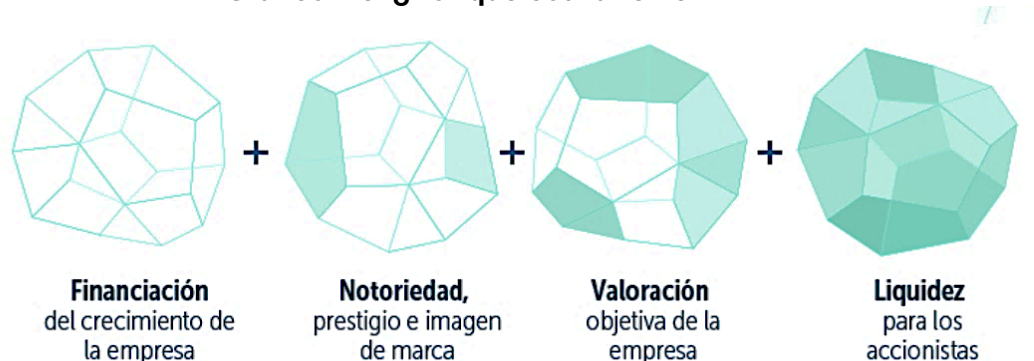
Tal y como se ha comentado anteriormente, los mercados alternativos bursátiles no solo ofrecen ventajas a las empresas en expansión, sino también a otras entidades empresariales, como son las empresas de capital riesgo e inversores.

A continuación, se desglosa las principales ventajas que pueden obtener cada uno de estos segmentos.

Las principales beneficiarias del MAB son las empresas en expansión. De hecho, es creado primordialmente para apoyar el crecimiento de las pymes. Sin embargo, la financiación que aporta el MAB, no es el único beneficio que proporciona, sino que concede otros intangibles que ayudan a las empresas en su afán de desarrollo.

De acuerdo con Soler Vázquez-Guillén y Carro Meano, estos beneficios son (Soler & Carro, 2009):

**Gráfico 2.5. ¿Por qué cotizar en el MAB?**



*Fuente: Bolsa y Mercados (MAB)*

- **Financiación mediante recursos propios.** La ampliación de capital es la mejor manera de obtener fondos para llevar a cabo tanto un proceso de consolidación como de expansión. La salida al MAB permite que empresas de reducida capitalización se beneficien de este tipo de financiación hasta ahora reservado a empresas más grandes.

- **Valoración objetiva de la empresa.** A diferencia de una empresa no cotizada, las acciones de una empresa que se negocian en el mercado bursátil cuentan con un valor objetivo que incorpora también las expectativas del negocio. Esto es especialmente valioso después de la desconfianza que la crisis ha arrojado a la valoración de empresas.

- **Transparencia y liquidez para los accionistas.** La transparencia viene dada por el contexto europeo de regulaciones, cada vez más exigente, al que la empresa se somete si cotiza en un mercado bursátil. La liquidez, por otra parte, se entiende como la posibilidad de convertir en efectivo las acciones, es decir, los accionistas tienen la posibilidad de administrar el horizonte temporal de su inversión de manera diferenciada del carácter permanente de financiación de la empresa.

- **Notoriedad, prestigio e imagen de marca.** Cotizar en un mercado aporta solvencia, la ya citada transparencia, y prestigio, ya que la compañía es supervisada por la propia bolsa y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta mejora en la notoriedad de la empresa es reconocida no sólo por los inversores, sino también por clientes, trabajadores, bancos, etcétera. Además, al ser pública, la empresa tiene una repercusión mucho mayor en los medios, sobre todo en prensa financiera. Y eso implica un mayor abanico de interesados en la empresa. Por otra parte, la empresa reposiciona su imagen de marca tanto nacional como internacionalmente, y consigue publicidad gratuita.

Otros agentes que también obtienen ventajas de este mercado son (García Stuyck, 2010):

- Inversores, pues este mercado les proporciona la opción de ampliar la oferta de productos en los que invertir, lo que conlleva a una mejor y mayor diversificación de su cartera de valores.
- Las entidades de capital riesgo, también obtienen ciertas ventajas del MAB, al permitir la salida natural a los inversores a un precio adecuado, en unas condiciones de seguridad y liquidez, consiguiendo mayor facilidad al rentabilizar sus inversiones del capital riesgo.

### 2.3.6. Evolución del MAB

A pesar de las interesantes ventajas financieras que otorga el MAB para la expansión y crecimiento del sector de las pymes, este mercado no ha tenido la acogida esperada.

De las más de 5.353 pymes potenciales que se esperaban que participasen en el MAB, según datos de la Universidad de Alcalá (Crespo Espert & García Tabuenca, 2007), doce años después de este estudio el número actual de empresas en expansión que cotizan en dicho mercado es muy inferior, siendo de 42 empresas. Este dato se queda lejos de las 942 pymes del AIM británico, que tiene una capitalización media superior a 130 millones de euros, y de las 225 pymes del mercado alternativo francés Euronext Growth, cuya capitalización asciende a 80 millones de euros (Ochoa Arribas, 2018).

Aunque su potencial de crecimiento no ha sido el esperado, como se ha podido comprobar en base al artículo (Crespo Espert & García Tabuenca, 2007) y con respecto a otros mercados secundarios, si se puede apreciar una notable evolución. Desde su nacimiento en 2009, en este mercado ha pasado de cotizar solo dos empresas a cotizar

## EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL MAB

108, incluyendo SOCIMIS y Empresas en Expansión, alcanzando un valor de mercado total superior de 11.700 millones de euros.

**Tabla 2.5. Nº Empresas expansión y Capital Captado**

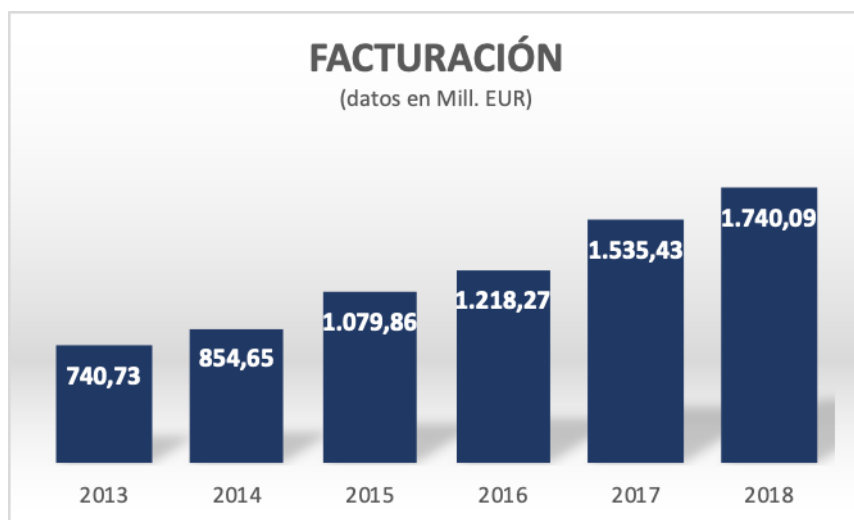
Fecha de Emisión: 31 de diciembre 2018

RESUMEN EJECUTIVO VALORES MAB				
Año	Cotizadas	Emisiones	Bajas	Capital Captado
2009	2	2	-	19.324.655 €
2010	12	10	-	43.862.078 €
2011	17	5	-	24.404.069 €
2012	21	5	1	44.646.363 €
2013	21	1	1	44.109.959 €
2014	25	5	1	111.285.136 €
2015	34	9	-	105.930.991 €
2016	39	6	1	204.320.324 €
2017	41	3	1	111.325.424 €
2018	41	3	3	117.315.663 €

Fuente: Mabilia, enero 2019

También cabe destacar el aumento en facturación del 13% en el año 2018, con respecto al año anterior, encadenando seis años de crecimiento como se puede observar en el gráfico 2.6 (MAB, 2018) y la creciente evolución del número de ampliaciones de capital a lo largo de sus años de vida, como se puede observar en la tabla 2.6.

**Gráfico 2.6. Evolución de la facturación en el MAB.**



Fuente: MAB

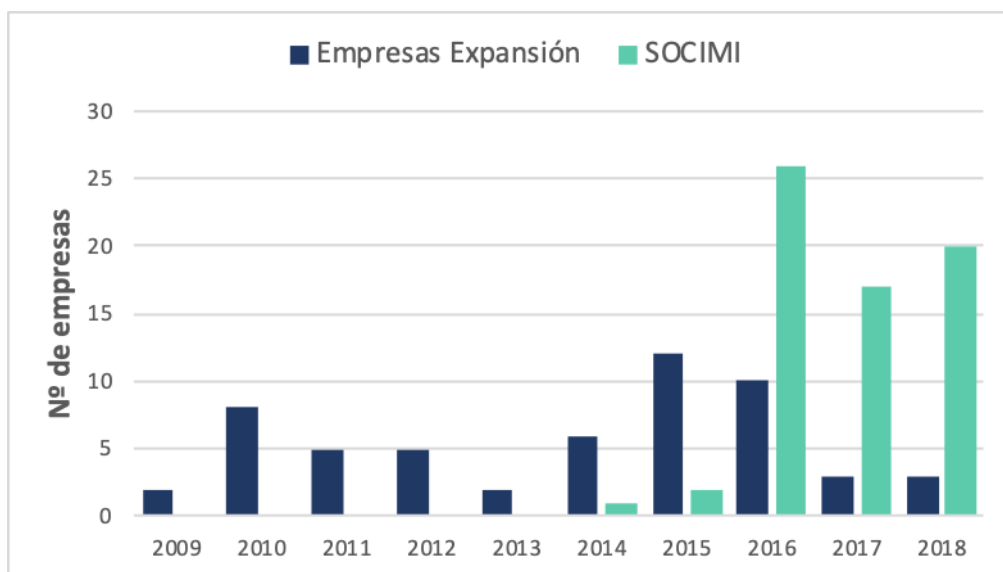
**Tabla 2.6. Colocaciones y Ampliaciones de Capital en Empresas en Expansión.**

Fecha de Emisión: 31 de diciembre 2018

Capital captado					
Colocaciones			Ampliaciones de capital		
Año	Número	Capital Captado	Año	Número	Capital Captado
2009	2	19.324.655 €	2009	-	-
2010	9	43.862.078 €	2010	-	-
2011	4	13.378.107 €	2011	3	11.025.963 €
2012	4	8.500.000 €	2012	9	36.146.363 €
2013	1	1.814.696 €	2013	11	42.295.263 €
2014	1	4.999.999 €	2014	13	106.285.137 €
2015	9	37.105.405 €	2015	11	68.825.586 €
2016	6	14.631.742 €	2016	17	189.688.582 €
2017	3	21.524.789 €	2017	9	89.800.635 €
2018	3	11.422.722 €	2018	6	105.892.942 €

Fuente: MAB, enero 2019

En los últimos años existe una tendencia estable a lo que incorporaciones de pymes se refiere. Sin embargo, este dato contrasta con la continua e imparable aumento de incorporaciones de sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMIS, de aquí en adelante) tal y como se puede apreciar en el gráfico 2.7.

**Gráfico 2.7. Incorporación de empresas expansión y SOCIMIS al MAB.**

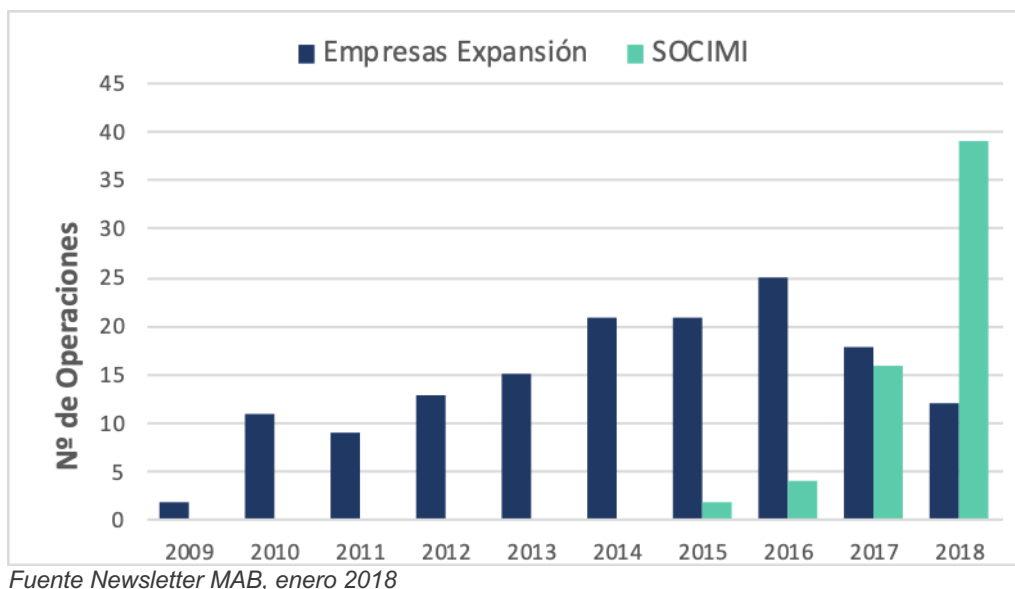
Fuente: MAB, enero 2019

Como se puede observar en el gráfico anterior, el goteo de SOCIMIS es incesante. Siendo este segmento el más activo del MAB en el año 2018, no solo por el gran número de incorporaciones que ha tenido lugar, sino porque a través de las 39 ampliaciones de capital que han llevado a cabo este año, para conseguir financiación, han captado 1.064 millones de euros. Frente a los 120 millones de euros, que ha conseguido el segmento de Empresas en Expansión con sus 12 ampliaciones de capital (Bolsa y Mercados Españoles, 2019).

## EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL MAB

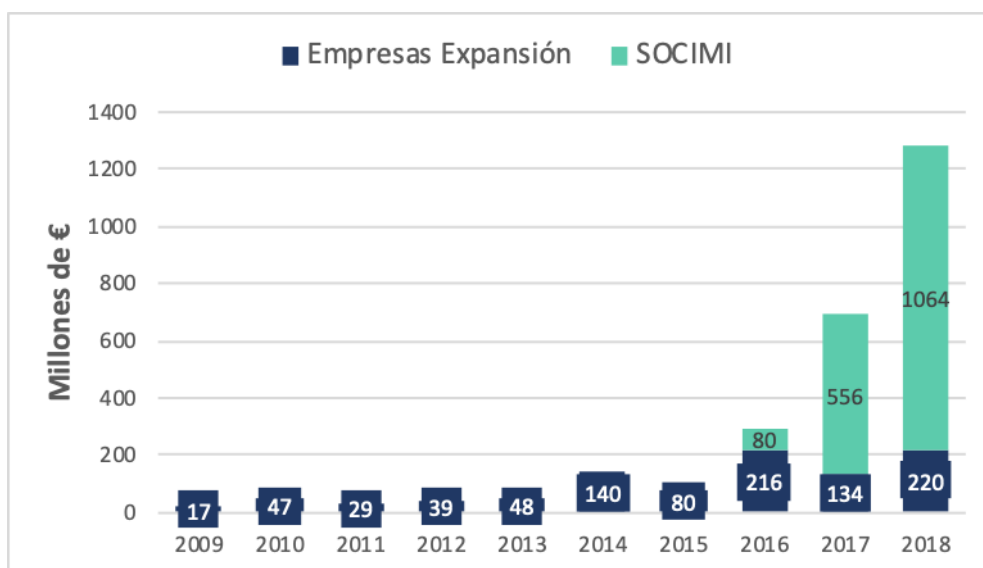
En términos del número de operaciones llevadas a cabo en el MAB, la figura 4 muestra una evolución clara entre 2011 en adelante, con un pico de 25 operaciones en el año 2016 para las pymes, y de casi 40 operaciones en el caso de las SOCIMIS.

**Gráfico 2.8. Número de operaciones**



A pesar de que el número de operaciones para el caso de las pymes ha disminuido en los dos últimos años, en términos de financiación ambos segmentos han experimentado una mejora considerable en los últimos tres años, logrando un record en 2018 de 220 millones de euros para las empresas en expansión, y de 1064 para las SOCIMIS, tal y como se puede apreciar en el gráfico 2.9.

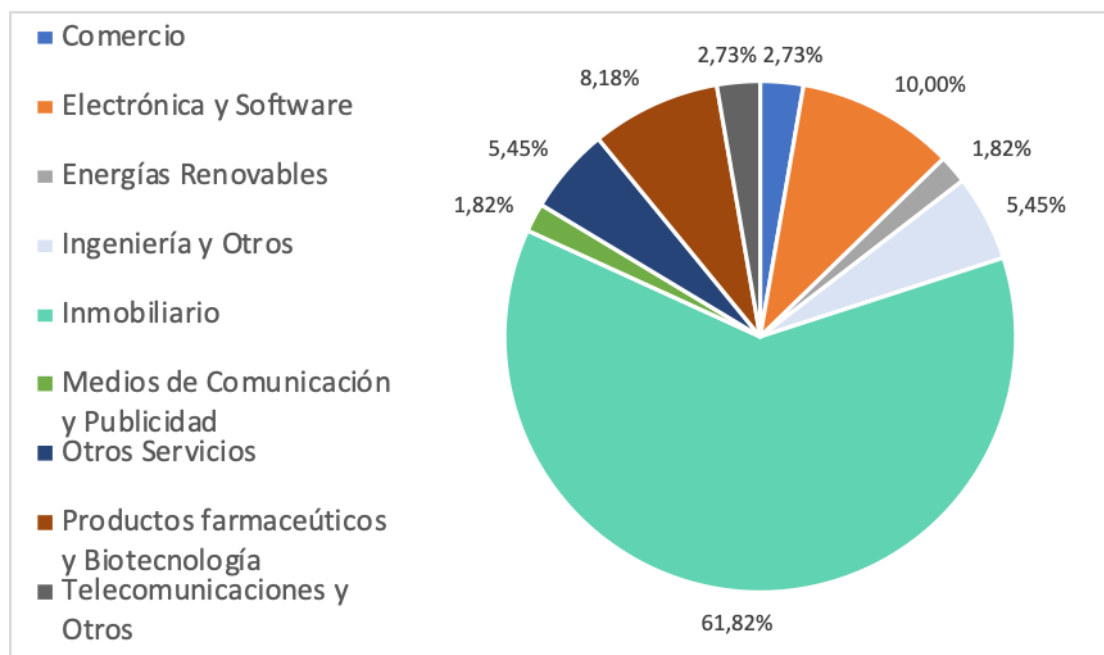
**Gráfico 2.9. Financiación obtenida a través de operaciones de captación de capital en el MAB**



De estos gráficos, se deduce el papel protagonista que en los tres últimos años está tomando las SOCIMI. De las 108 empresas con las que cuenta actualmente este

mercado, 66 son SOCIMI. Estas sociedades han conseguido dar un impulso al sector inmobiliario, pasando de ser el sector más damnificado de la crisis, a el más activo del MAB. Hecho respaldado por los datos del Informe de Mercado 2018, BME “*pasando de representar este sector un 6,6% de la capitalización total de la Bolsa española en enero de 2007 a un 1,1% en mayo de 2012 (3.619 millones de euros). Al cierre de 2018 el sector inmobiliario (SOCIMI incluidas) valía en Bolsa 27.711 millones de euros y representaba un 4,4% de la capitalización total de las empresas españolas cotizadas*”.

**Gráfico 2.10. Distribución de empresas cotizadas en el MAB por sector**



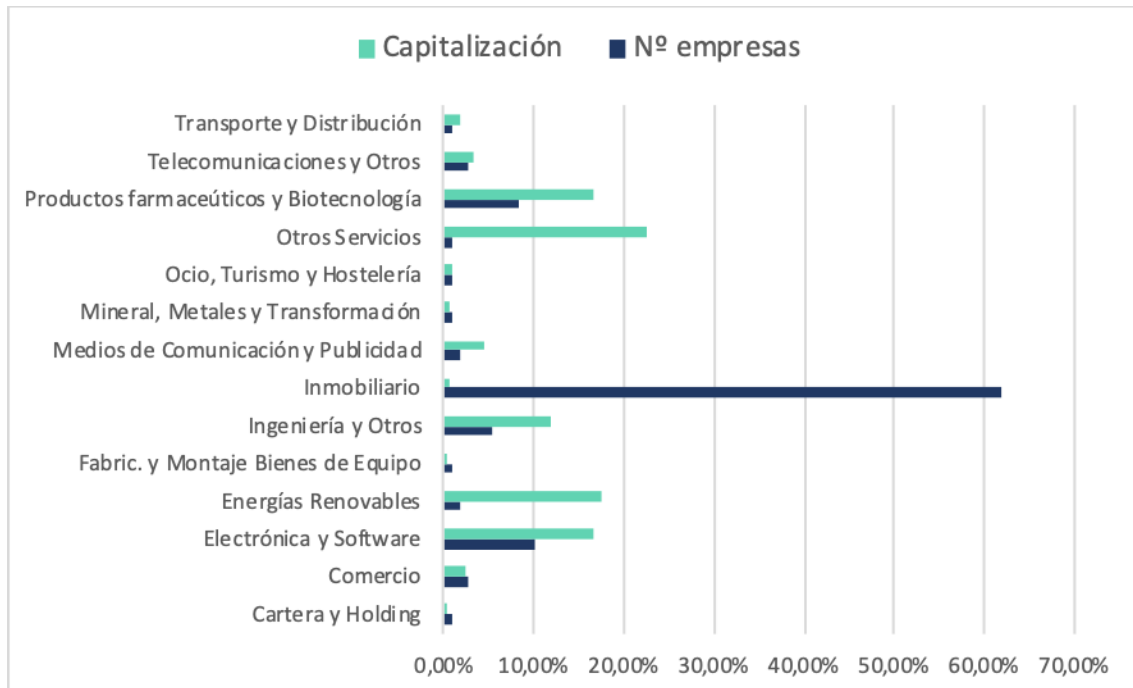
Fuente: MAB, enero 2019.

En cuanto a la distribución de las empresas cotizadas en el MAB, el gráfico 2.10 muestra el porcentaje de estas empresas para cada uno de los sectores económicos en los que participan. Se observa que el 61,82% de las empresas pertenecen al sector inmobiliario, dado el importante peso de las SOCIMIS en el MAB, seguido por otros sectores de un perfil más tecnológico y de innovación. Aproximadamente 35 de las 42 empresas en expansión que cotizan en el MAB tienen un perfil más innovador, caracterizadas por grandes avances tecnológicos e interesantes proyectos de inversión.

Desagregando por sectores económicos, se puede distinguir entre capitalización bursátil y número de empresas, tal y como se observa en el gráfico 2.11. Por capitalización, encabeza la lista el sector de energías renovables, seguido por empresas de la industria farmacéutica y el sector de electrónica de software. Por número de empresas, los sectores que destacan después del inmobiliario son empresas dedicadas a los sectores de electrónica y software, seguidas de productos farmacéuticos y biotecnología, y el sector de ingeniería. Los sectores más importantes son el inmobiliario y aquellos relacionados con las nuevas tecnologías e innovación, que son más dinámicos y caracterizados por un constante proceso de innovación, expansión y crecimiento. Aunque existe una tendencia hacia empresas relacionadas con sectores que precisan de una alta inversión, punteros en tecnología y con una capacidad de desarrollo muy grande, conocidas como start-ups, la incorporación de este tipo de empresas al MAB

sigue un proceso muy lento. Pues el hecho de salir una empresa al mercado no implica que esté libre de riesgo.

**Gráfico 2.11. Distribución de empresas en el MAB de acuerdo a su capitalización y importancia del sector**



Fuente: MAB, enero 2019.

En sus doce años de vida el MAB ha experimentado diferentes escenarios:

- 1) Empresas que han tenido éxito y han logrado dar el salto al mercado continuo como por ejemplo el caso de MásMóvil (antes Ibercom). Primera empresa en conseguirlo.
- 2) Empresas que han fallado al tratar de conseguir financiación del MAB. Ejemplos de estos escenarios negativos fueron los fracasos de las empresas “Bodaclit” y el de “Let’s Gowex”. El primero solicitó el concurso de acreedores voluntario por problemas financieros, para su posterior liquidación. El segundo “Let’s Gowex”, que tuvo lugar en junio de 2014, se vio como un escándalo mayúsculo cuando se descubrió que sus cuentas habían sido falseadas.

Estos fracasos y fraudes pusieron en tela de juicio tanto la reputación del MAB como del conjunto de empresas que lo integraban. Una reputación que le costó varios años recuperar y que trajo consigo el endurecimiento de la legislación para las empresas del MAB y dos reformas, la Ley de Fomento de Financiación de Empresas y la Ley de Auditoría de Cuentas, con el fin de evitar casos similares. Sin embargo, el caso “Let,s Gowex” no ha sido la única compañía excluida de negociación, sino que se pueden contabilizar varios casos más. Por ejemplo, las empresas “Negocios y Estilo de Vida” o “Grupo Nostrum”, por no designar al asesor registrado. Otras, simplemente, porque la tasa de supervivencia de las pymes es inferior a las de mayor tamaño.



Actualmente 11 son las empresas que se encuentra en suspensión de cotización. Entre ellas cabe destacar los casos de “Lumar” y “Cerbium Holding”. La primera en varias ocasiones no presentó en el plazo previsto el informe de auditoría, lo que le llevo a la suspensión de la cotización y posteriormente a la situación concursal, pues con su salida al MAB no fue capaz de obtener la financiación necesaria. Distinto es la situación de “Cerbium Holding”, que, a pesar de haber estado en suspensión de cotización, hoy en día sigue cotizando.

Otra situación de mención fue la fusión que tuvo lugar entre las empresas “Carbures e Inypa”. La empresa resultante de dicha fusión, “Airtificial”, comenzó a cotizar en el MAB a finales de 2018.

La posibilidad de incurrir en escenarios negativos, como los que se acaban de comentar, no es el único motivo del escaso número de empresas en el MAB, sino que existen las siguientes razones:

- Desconocimiento. Seis de cada diez empresas potenciales, desconocen este tipo de financiación, así lo desvela un estudio realizado por el profesor José Manuel Guita de la Universidad Internacional de Valencia (Guaita, 2015).
- Barreras culturales: Las pymes españolas son más reticentes a buscar financiación en los mercados a diferencia de lo que ocurre en el resto de los países europeos. Debido al temor de muchos empresarios de la pérdida de control ante la llegada de nuevos inversores.
- Falta de educación financiera: A la insistencia por parte de muchas empresas familiares, que tienden a considerar un valor importante la preservación del patrimonio empresarial, hay que añadirle la de ofrecer información de la compañía, que a su vez implica lo de no tomar decisiones sin dar explicaciones a los inversores (Castilla, Duréndez, Sánchez, & de Torres, 2009).
- Requisitos legales. Cabe destacar la baja tasa de sociedades anónimas que tiene España, debido a que la mayoría de las pymes suelen revestir la figura de sociedades limitadas.
- Costes: Son muchas las empresas que consideran que el coste de salir a cotizar a este mercado es caro. Pues a la tarifa de incorporación (6.000€ fijo + variable del 0,05% de la capitalización) hay que añadirle una cuota anual de mantenimiento (6.000€), más los costes relacionados con el Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez. En el caso de exclusión, la empresa deberá abonar un 0,05% sobre su valor de mercado, oscilando entre 1.500€ y 6.000€.
- Falta de liquidez y volatilidad del mercado: Por este motivo, son muchas las empresas que evitan cotizar en el MAB por miedo a que la compañía pierda valor por causa del mercado, ante una noticia o posible escándalo. Por ejemplo, al tratarse de un mercado con volúmenes de contratación escasos y baja liquidez, el riesgo considerado es alto en proporción al beneficio que esperan obtener dado el reducido número de inversores que operan en él.

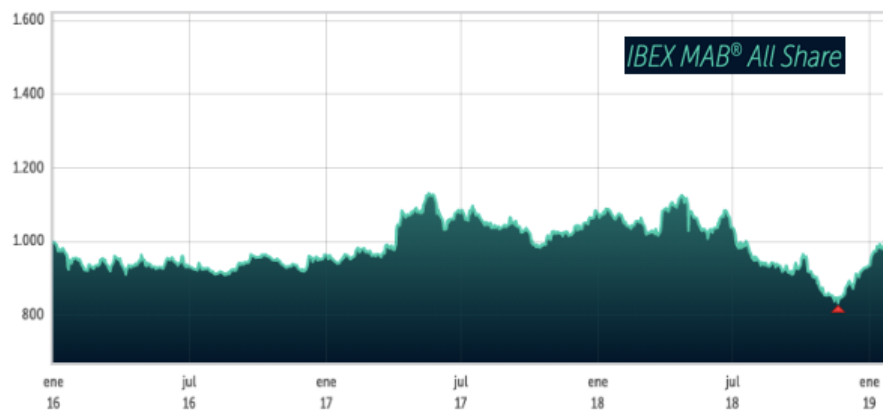
Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. Es por ello por lo que son más reacios a la hora de invertir en mercados secundarios, ante el riesgo elevado que implica estas compañías a las que siempre se les caracteriza por ser poco transparentes.

## EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL MAB

Con el objetivo de aumentar la demanda inversora, el 1 de junio de 2017, BME creó dos nuevos índices bursátiles, para mejorar la visibilidad y transparencia de las empresas que forman este mercado. Ya que este mercado carecía de un índice oficial.

- IBEX MAB All Share: Agrupa a todas las empresas que cotizan en el MAB, realizando una evaluación conjunta del desarrollo que logre el mercado. Se trata de un índice ponderado por capitalización.

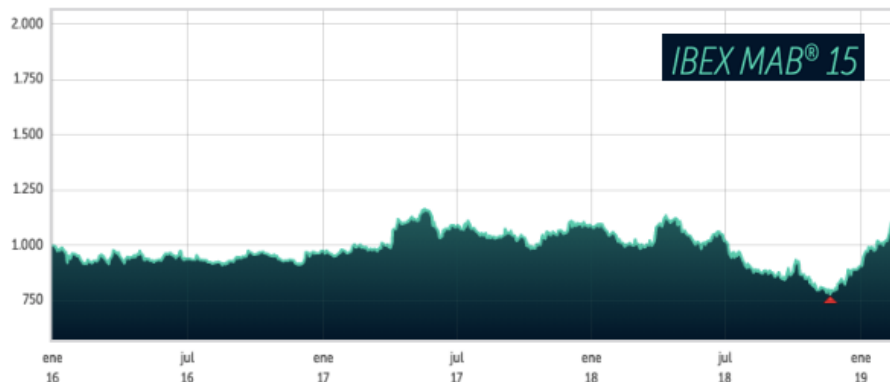
**Gráfico 2.12. Evolución índice IBEX MAB All Share**



Fuente: MAB, enero 2019.

- IBEX MAB 15: Este índice engloba a las 15 empresas que cotizan en el MAB con mayor volumen de contratación.

**Gráfico 2.13. Evolución índice IBEX MAB 15**



Fuente: MAB, enero 2019.

Si bien en las grandes empresas la tendencia hacia una mayor diversificación es cada vez mayor, en el caso de las pymes, por los motivos comentados anteriormente, no termina de cuajar del todo. Particularmente, en empresas familiares al considerar erróneamente que participar en un mercado, esto implicaría perder el patrimonio empresarial, debido a la difusión de las acciones. Difusión que solo sería necesario un 25% del capital.

Para mejorar esta situación y desmentir ciertos mitos que atañan a los mercados bursátiles como, por ejemplo, el de difusión de las acciones. El MAB continua su andadura, para convertirse en la opción preferente de financiación para las pymes (Giralt & González, 2015a).

A pesar de que el número de compañías en el MAB no es el deseado, todos los años este mercado recibe nuevas incorporaciones, por lo que podemos afirmar que el MAB se consolida poco a poco, cada año.

### 3. MARCO EMPÍRICO

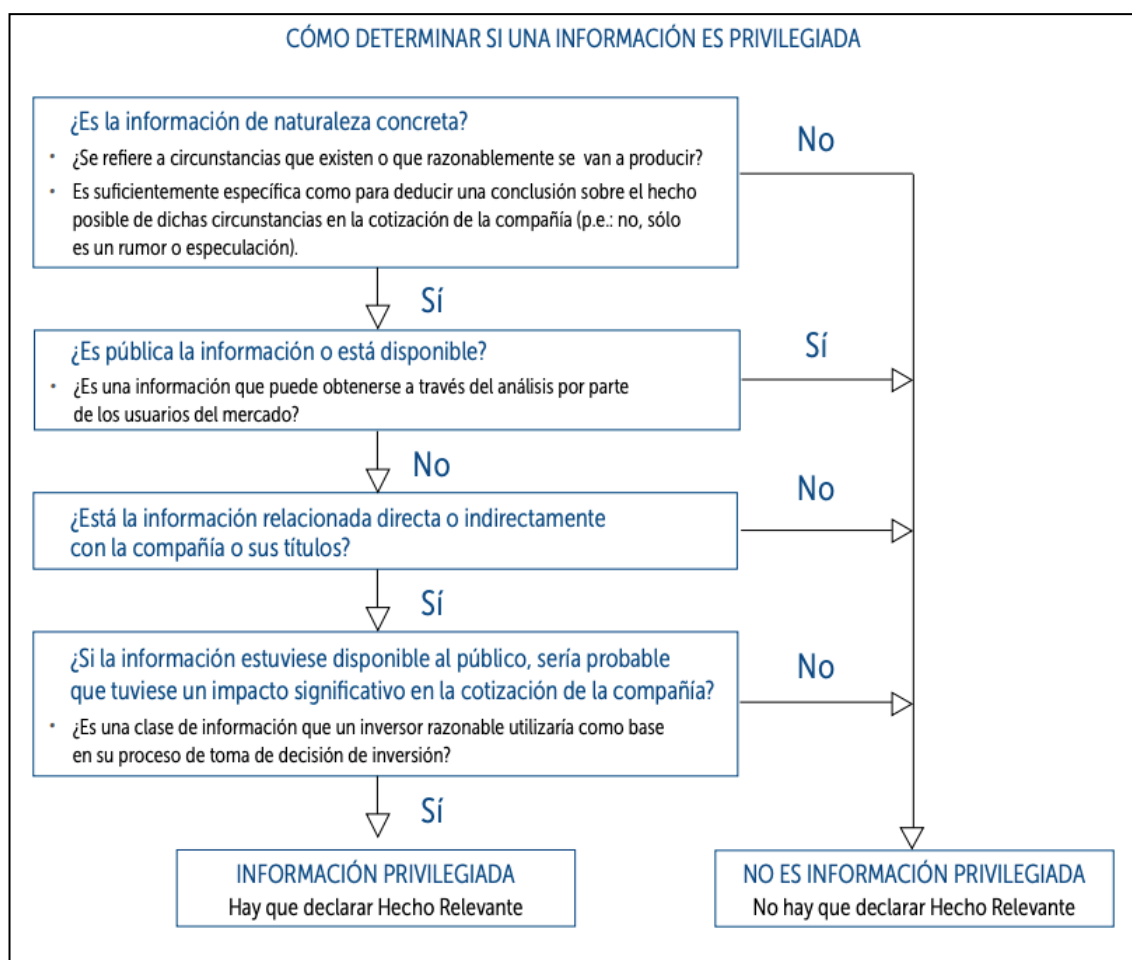
Toda empresa a la hora de querer salir en bolsa se plantea varias dudas, dado que tendrá que hacer frente a diversas situaciones complejas que no están bajo su control. Una de ellas, es la volatilidad de los mercados y la reacción que ciertas noticias o situaciones pueden causar al mercado (C. García, Herrero, & Ibañez, 2010).

**Gráfico.3.1. Volatilidad del índice IBEX MAB All Share**



*Fuente: MAB, enero 2019.*

Tal es el impacto que una noticia puede alcanzar en el mercado bursátil que el MAB ha elaborado un manual con unas instrucciones muy concretas dirigidas a las empresas cotizadas. Este manual asesora a las empresas sobre cómo evitar el uso indebido de información privilegiada, así como otras recomendaciones basadas en comunicar posibles incidencias relacionadas con asimetrías de información, y en caso de una posible filtración, su recomendación es comunicar dicho hecho relevante de inmediato. El propósito fundamental es el de reducir el impacto que dichas incidencias tienen en la cotización de un valor. En la siguiente gráfico se puede observar los criterios a seguir para determinar si una información es privilegiada y por tanto, considerada o no, como hecho relevante (Blanco Bermúdez, 2015).

**Gráfico 3.2. Cómo determinar si una información es privilegiada en el MAB**

Fuente: Guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el MAB

Como punto de partida, este estudio se basa en la metodología cimentada en la volatilidad del rendimiento, lo que supone que cualquier anuncio que llegue al mercado debe producir un efecto en el precio. De esta manera, se espera que la variabilidad del rendimiento sea mayor el día del anuncio. Si la información publicada es relevante para los inversores, esta provocará reajustes en la cartera, y en consecuencia aumentos o disminuciones en el volumen de negociación. Por ejemplo, Beaver et. al. (1979) pone de manifiesto que cuanto mayor es la sorpresa que se origina en el mercado por la publicación del anuncio, mayor es la reacción del inversor.

El objeto de este trabajo de investigación es por tanto dar a conocer el impacto que puedan tener las noticias relacionadas con las pymes, que cotizan en el MAB, en la cotización bursátil de estas empresas, en dicho mercado. Es cierto que existen varios factores que pueden influir sobre la evolución de los precios. En este caso se ha centrado el estudio en los rendimientos anormales de las acciones de las entidades que cotizan en el MAB.

### 3.1. METODOLOGÍA

El objetivo de este estudio empírico es, como se explica en el apartado anterior, comprobar si las variaciones en los precios de cotización de las empresas que operan en el MAB están influenciadas por el anuncio de ciertas noticias. Ante la publicación de nuevos anuncios relacionados con el mercado, los inversores suelen analizar sus expectativas sobre la evolución a corto plazo de la empresa y su valor, hecho que se prevé reflejado en el precio de los títulos del mercado en el que cotizan.

El interés de este estudio viene motivado por la necesidad de comprobar si la información que llega al MAB se encuentra reflejada en el precio de los activos dado el interés de los inversores en plasmar sus expectativas como consecuencia de las noticias publicadas.

Para ello, se ha utilizado la metodología de sucesos o acontecimientos, también conocida como “Estudio de Eventos” (Event Studies, en inglés). Este método no solo se emplea en las ciencias empresariales, sino que es una técnica bastante utilizada en otras disciplinas como el marketing, organización de empresas, finanzas, economía, etc, sirviendo de base en numerosos estudios de mercado. Además, son numerosos los estudios previos que corroboran la eficiencia de esta herramienta para detectar el impacto de acontecimientos sobre el precio de cotización. Por ejemplo, Binder (1998) argumenta que este método de estudio permite comprobar la hipótesis nula de que el mercado incorpora la información eficientemente, a la vez que examina el impacto del anuncio sobre el valor de la acción.

Con esta metodología de investigación se pretende comprobar si ha tenido lugar alguna rentabilidad anormal en los precios de cotización de las empresas del MAB, que en dicho estudio es la variable a estudiar como consecuencia del anuncio de las distintas noticias relacionadas con este mercado bursátil. Por lo que el objetivo de este análisis es comprobar si la nueva información es relevante para el mercado a través de su incorporación al precio y, si existe información privilegiada, qué parte de esta información ya ha sido asumida en el precio con anterioridad a su publicación oficial (Ball & Brown, 1968).

En primer lugar, debemos definir las fases de las que depende el estudio de dicho suceso (Martín Ugedo, 2003):

- 1) *Definición del evento.*
- 2) *Selección de la muestra.*
- 3) *Determinación de la fecha de anuncio y de los periodos de estimación y evento.*
- 4) *Estimación de la rentabilidad esperada o normal.*
- 5) *Estimación de la rentabilidad extraordinaria o anormales.*
- 6) *Agregación de las rentabilidades extraordinarias.*
- 7) *Contraste de significación estadísticas de las extraordinarias.*
- 8) *Presentación e interpretación de los resultados.*

#### 3.1.1. Definición del evento

Lo primero que se debe hacer en un Estudio de Eventos es concretar el tipo de suceso que se va a examinar. En este caso, dicho acontecimiento sería el estudio del impacto de las noticias que tuvieron lugar en el año 2016, relacionadas con el sector de las pymes.

### 3.1.2. Tamaño de la muestra

La muestra seleccionada se ha obtenido a partir de las empresas en expansión que cotizaron en el MAB a finales del año 2016. Dicho número fue de 39 empresas (anexo II). Para formar parte de la muestra es necesario disponer de los precios de cierre de cotización de dichas empresas correspondientes a los 240 días previos del anuncio.

### 3.1.3. Método de análisis

Este método analiza las rentabilidades esperadas de los títulos cotizados en la Bolsa de Valores, donde el precio de los activos refleja toda la información pública disponible a través de cambios diarios. La alteración del precio de los activos puede responder a eventos concretos del mercado, corroborando así la hipótesis de mercados eficientes. Esta hipótesis debe recoger en cualquier momento la información disponible e incorporarla al precio, anticipando incluso, las expectativas de los inversores.

No obstante, el MAB es un mercado menos eficiente en comparación a la Bolsa de Valores tradicional, donde las cotizaciones de las principales empresas varían muy poco, incluso pudiendo llegar a permanecer invariables durante semanas completas debido principalmente a que no todos los días las empresas llegan a cotizar.

En este trabajo se van a analizar por tanto noticias durante un periodo concreto, que se encuentren vinculado a un evento financiero. Este tipo de mercados se suele caracterizar por retardos en el ajuste de los precios con respecto a la fecha de las noticias relacionadas.

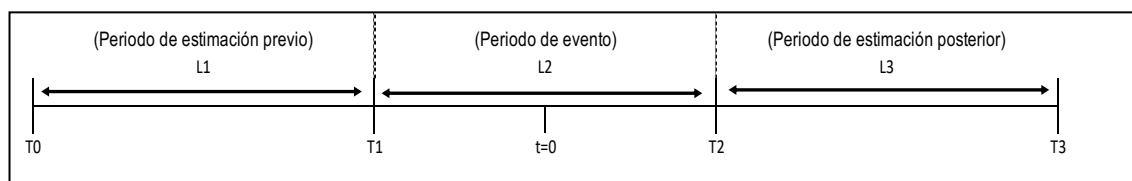
En los estudios de sucesos que utilizan rentabilidades diarias, como es en nuestro caso, se suelen considerar dos días consecutivos como fecha de anuncio. Ya que existe una dificultad en saber que día exacto, dicha información ha sido descontada por el mercado. De acuerdo con Martín Ugedo (2003), esta reacción depende de dos escenarios fundamentales, *“si nos centramos en la publicación de una determinada noticia en prensa, es posible que la información se hiciera pública la víspera y antes del cierre del mercado y, por tanto, la noticia sería descontada el día previo a la publicación. Del mismo modo, si la fecha que se toma es la de comunicación a un organismo oficial de un determinado acuerdo, puede que la misma se realice tras el cierre de la sesión, por lo que el día en que el mercado descontaría la noticia sería el siguiente”*. Es por esta razón por lo que el periodo de estimación debe ser previo y a la vez, posterior al evento, para poder abarcar las reacciones que se han podido producir a ambos lados del acontecimiento. Ese periodo se conoce como ventana de suceso.

En este trabajo de investigación se utiliza ventanas de sucesos de diferente longitud, teniendo en cuenta que estas ventanas no pueden ser demasiado largas, para evitar que el efecto de dos o más eventos se solape en el tiempo, ni demasiado cortas, que permita de esta forma captar el efecto analizado si este se produce con algún tipo de retardo. El hecho de utilizar ventanas que dispongan de varios días antes y después del anuncio, nos permite determinar con mayor precisión el momento en el que el mercado incorpora al precio la información del anuncio. Las ventanas o intervalos que hemos considerado son de (-10, +10) y (-2, +2) días. El primer intervalo pretende analizar un periodo más amplio entorno a la fecha, mientras que el segundo intervalo centra la reacción en el corto plazo (tabla 3.1 de resultados). Además, hemos incluido también la reacción posterior al evento con las ventanas (0, +1) y (0, +5). Siguiendo a Campbell et

## EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL MAB

al. (1998), se representan en el siguiente gráfico, las ventanas de estimación y evento, y su correspondiente duración (en un caso típico).

**Tabla 3.1. Ventanas de estimación y duración del evento**



Fuente: Elaboración propia

Donde  $t=0$  es la fecha del anuncio, el periodo de evento va desde el día  $T_1+1$  al día  $T_2$ , el periodo de estimación previo desde  $T_0+1$  a  $T_1$  y el de estimación posterior de  $T_2+1$  a  $T_3$ . Si calculamos las longitudes de estos periodos tenemos que el periodo de estimación previo mide  $L_1 = T_1 - T_0$ , el de evento  $L_2 = T_2 - T_1$  y el de estimación posterior  $L_3 = T_3 - T_2$ .

A continuación, se muestra las fechas de los anuncios analizados (tabla 3.2) y las fechas de aquellas noticias que han provocado impacto en la cotización de las empresas del MAB (tabla 3.3):

**Tabla 3.2. Fechas noticias analizadas**

FECHAS	NOTICIAS
5/1/16	Las directrices del BCE para el pago de dividendos
13/1/16	La política monetaria del BCE: retorno a la estabilidad de precios a medio plazo en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 %
25/1/16	Las pymes españolas se financian ya a menor coste que las alemanas
11/2/16	Aprobación nuevo reglamento - MAB endurece el reglamento tras el escándalo de Gowex
17/3/16	Dictamen acerca de una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (CON/2016/15)
4/5/16	El BCE confirma que dejará de imprimir el billete de 500 euros (para evitar la contabilidad de las pymes)
10/5/16	Las pymes sufren menos restricciones al pedir un crédito al banco
11/5/16	Decisión (UE) 2016/702 del BCE, de 18 de abril de 2016, por la que se modifica la Decisión (UE) 2015/774 sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (BCE/2016/8)
3/6/16	El crédito barato, promovido por la política monetaria del BCE, llega a las pymes, pero no a los hogares
Fechas agrupadas	Agrupación fechas de incorporación de todas las empresas que empezaron a cotizar por primera vez en el año 2016 en el MAB
10/3/16	El MAB da la bienvenida a CLERHP ESTRUCTURAS SILVERCODE INVESTMENTS SOCIMI empieza a cotizar en el MAB Hadley Investments SOCIMI empieza a cotizar El MAB da la bienvenida a CLEVER GLOBAL
1/6/16	
15/6/16	
22/12/16	
Fechas agrupadas	Agrupación de la fechas de exclusión de empresas que cotizaban en el MAB en el año 2016
6/3/16	BME sentencia la expulsión del MAB de Negocio y Nostrum Zinkia abandona el MAB Acuerdo liquidación de IVG Ahorro
15/6/16	
28/9/16	
23/6/16	Referendo Brexit. Salida de Reino Unido de la Unión Europea
18/8/16	Cambio normativa MAB- Endurece las condiciones de entrada de SOCIMI
21/6/16	Dictamen sobre una propuesta de reglamento por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros
Fechas agrupadas	Escándalo Gowex
1/7/14	Escándalo Gowex Los títulos de Gowex se desploman y las acciones a 0 euros MAB suspende la negociación de Gowex con títulos cotizando a 7,92 euros Jerano Confiesa que ha falseado las cuentas Entra en concurso de acreedores Se acepta la solicitud de despido a toda la plantilla a través de un Expediente de Regulación de Empleo (ERE) Gowex 'fabricó' justificantes con el desvío de dinero a Costa Rica para burlar a Hacienda
2/7/14	
3/7/14	
4/7/14	
3/8/14	
1/2/15	
14/3/15	
11/11/16	
13/12/16	
20/12/16	

Fuente: Elaboración propia



**Tabla 3.3. Fechas de las noticias que han provocado impacto en la cotización de las empresas del MAB**

FECHAS	NOTICIAS
11/2/16	Aprobación nuevo reglamento
Fechas agrupadas	Agrupación fechas de incorporación de todas las empresas que empezaron a cotizar por primera vez en el año 2016 en el MAB
10/3/16	El MAB de la bienvenida a CLERHP ESTRUCTURAS
1/6/16	SILVERCODE INVESTMENTS SOCIMI empieza a cotizar en el MAB
15/6/16	Hadley Investments SOCIMI empieza a cotizar
22/12/16	El MAB da la bienvenida a CLEVER GLOBAL
Fechas agrupadas	Agrupación de la fechas de exclusión de empresas que cotizaban en el MAB en el año 2016
6/3/16	BME sentencia la expulsión del MAB de Negocio y Nostrum
15/6/16	Zinkia abandona el MAB
28/9/16	Acuerdo liquidación de IVG Ahorro
23/6/16	Referendo Brexit. Salid de Reino Unido de la Unión Europea
18/8/16	Cambio normativa MAB- Endurece las condiciones de entrada de SOCIMI
Fechas agrupadas	Escándalo Gowex
1/7/14	Escandalo Gowex
2/7/14	Los títulos de Gowex se desplomasn y las acciones a 0 euros
3/7/14	MAB suspende la negociación de Gowex con títulos cotizando a 7,92euros
4/7/14	Jerano Confiesa que ha falseado las cuentas
3/8/14	Entra en concurso de acreedores
1/2/15	Se acepta la solicitud de despido a toda la plantilla a través de un Expediente de Regulación de Empleo (ERE)
14/3/15	Gowex 'fabricó' justificantes con el desvío de dinero a Costa Rica para burlar a Hacienda
11/11/16	El juzgado abre la fase de liquidación de Gowex

Fuente: Elaboración propia

### 3.1.4. Estimación de la rentabilidad esperada o normal

El siguiente paso es determinar un modelo que permita generar el rendimiento del comportamiento normal de los activos financieros en el periodo de estimación. Dicho con otras palabras, la rentabilidad normal es la rentabilidad esperada si el suceso no hubiese ocurrido. Para estimar esta rentabilidad se utilizan dos tipos de modelos de valoración: los estadísticos y los económicos.

Los modelos estadísticos se caracterizan por elaborar hipótesis de carácter estadístico sobre el comportamiento del rendimiento de los activos y no dependen exclusivamente de argumentos económicos. Sin embargo, los modelos económicos se basan, además de en supuestos estadísticos, en el comportamiento de los inversores y los mercados.

Debido al tipo de estudio que vamos a realizar, creemos conveniente utilizar un modelo estadístico como el Modelo de Mercado, para estimar el rendimiento anormal de las acciones de las empresas que cotizaban en el MAB en el año 2016 en relación con las noticias relevantes, que tuvieron lugar en este mismo año.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Donde  $R_{it}$  es la tasa de rendimiento del precio de la acción de la empresa "i" en el día "t",  $R_{mt}$  es la tasa de rendimiento del índice de mercado, considerado como el IGBM,  $\alpha$  es el termino de intersección,  $\beta$  es el riesgo sistémico de la acción "i" y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error, con  $E(\varepsilon_{it})=0$ .

*"La rentabilidad que se predice para una empresa y un día del periodo de evento es la que se obtiene por el modelo de mercado, sustituyendo en él los coeficientes  $\alpha$  y  $\beta$  previamente estimados"* Martín Ugedo (2003):

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Para determinar el impacto de estos eventos, en primer lugar, estimamos el modelo de mercado asociado a los rendimientos de cada empresa. A continuación, definimos los

rendimientos anormales (AR) como la diferencia entre rendimientos actuales de las acciones y rendimientos esperados de acuerdo con Martín Ugedo (2003). Estos rendimientos anormales reflejan la respuesta del MAB a las noticias bursátiles. El modelo se estima a partir de los rendimientos diarios calculados a partir de los precios de cierre del MAB a través del programa “Datastream, Thomson, Eikon” sobre un periodo de 240 días que finaliza 20 días antes del anuncio (de esta forma se evita la influencia de eventos confusos). Dado que esta aplicación necesita de un periodo mínimo de 240 días previos al anuncio, se han incorporado también los precios de cierre del año 2015. (ver anexos III y IV).

### 3.1.5. Estimación de la rentabilidades extraordinarias o anormales

La metodología de los rendimientos anormales medidos parte del supuesto de que la reacción de los precios ante buenas y malas noticias es diferente. De esta manera, se esperan aumentos en el precio si la noticia es positiva y caídas en el mismo si se trata de noticias negativas, impacto conocido como “*efecto lunes*” (M. García & Fernández, 2001).

Para calcular las rentabilidades anormales utilizamos la siguiente fórmula:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}).$$

Donde  $R_{it}$ ,  $E(R_{it})$  y  $AR_{it}$ , harán referencia a la rentabilidad real, la esperada conforme al modelo desarrollado y la rentabilidad anormal, respectivamente. Todas ellas relacionadas conforme un activo financiero ( $i$ ) y para un momento determinado ( $t$ ). Este procedimiento de calcular los rendimientos anormales, primero cuantificando las rentabilidades esperadas, y después, por diferencia con la rentabilidad real del título, se le conoce como errores de predicción.

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it} / X_t)$$

### 3.1.6. Agregación de las rentabilidades extraordinarias

Con este tipo de análisis se pretende conseguir resultados de forma generalizada de todas las empresas que cotizan en el MAB y no solo de una empresa de manera aislada. Para que esto ocurra es necesario la agregación transversal centrándose en la fecha del anuncio estudiado una vez estimados los rendimientos anormales.

### 3.1.7. Contraste de significación estadísticas de las extraordinarias.

En esta fase se contrasta la significación estadística de las rentabilidades extraordinarias. Para realizar este contraste de significación, nos basamos por tanto en los tests paramétricos y no paramétricos. Los primeros parten de la hipótesis de que las rentabilidades anormales siguen una distribución normal, permitiendo conocer los datos de cada empresa, así como las fechas estudiadas. Los tests no paramétricos no necesitan seguir una distribución normal. Estos últimos tests se suelen aplicar con mucha frecuencia en aquellos estudios con pocos anuncios, como es nuestro caso, ya que permite reducir el error de la muestra.

### 3.1.8. Presentación e interpretación de los resultados

Los resultados de este trabajo de investigación pueden resumirse en la tabla 3.4, que muestra los rendimientos anormales para cada evento analizado. Las ventanas evento están formadas por aquellos días donde los rendimientos anormales son estadísticamente significativos. Para cada ventana evento analizado, dicha tabla muestra los rendimientos anormales medios acumulados (CAAR), así como los distintos test significación estadística utilizados.

**Tabla 3.4. Reacción del MAB ante los eventos analizados (% CAAR)**

11/2/16	Aprobación nuevo reglamento			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	0,38	0,1895	-0,1003	<b>-24,677**</b>
(-2...2)	-0,52	-0,3164	-0,7264	<b>-20,967**</b>
(0...1)	0,2	0,234	-0,3933	<b>-20,967**</b>
(0...5)	0,92	0,657	0,6381	0,5003

	Cotización nuevas empresas			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	-0,26	-0,3996	-0,7818	<b>-45,467***</b>
(-2...2)	-0,36	-10,756	<b>-18,528*</b>	<b>-47,991***</b>
(0...1)	-0,09	-0,4674	-0,4252	-0,8868
(0...5)	-0,08	-0,2879	-0,4035	<b>-25,275**</b>

	Exclusión de empresas			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	3,13	<b>21,900**</b>	0,1678	-0,8028
(-2...2)	1,02	15,561	10,982	-0,8028
(0...1)	0,12	0,2914	0,7182	-12,293
(0...5)	1,36	<b>20,808**</b>	0,592	-10,16

23/6/16	Referéndum Brexit			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	-2,57	<b>-19,404**</b>	<b>-14,152**</b>	<b>-28,652***</b>
(-2...2)	-2,5	<b>-19,463**</b>	-13,807	<b>-17,365**</b>
(0...1)	-2,19	<b>-27,709***</b>	<b>-24,045**</b>	<b>-29,132***</b>
(0...5)	-1,28	-15,214	-0,4452	<b>-28,896***</b>

## EL IMPACTO DE LAS NOTICIAS FINANCIERAS EN EL MAB

18/8/16	Cambio normativa MAB			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	0,07	0,1181	13,247	-0,6997
(-2...2)	0,96	<b>20,808**</b>	<b>23,896**</b>	11,795
(0...1)	0,66	<b>24,372**</b>	<b>20,238**</b>	14,48
(0...5)	0,65	<b>18,742*</b>	15,918	0,6426

	Escándalo Gowex			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	-20,04	<b>-33,105</b>	<b>-19,119*</b>	<b>-18,145*</b>
(-2...2)	-11,71	<b>-26,017***</b>	-12,404	<b>-18,145*</b>
(0...1)	-4,64	<b>-33,717***</b>	-13,165	<b>-18,145*</b>
(0...5)	-15,74	<b>-36,563***</b>	-14,291	<b>-22,879**</b>

11/11/16	Fase liquidación Gowex			
Event window	CAAR %	t-test	Boehmer	Sign-Test
(-10...10)	-1,6	-0,7063	-10,845	<b>-28,903***</b>
(-2...2)	0,41	0,6578	10,394	0,4993
(0...1)	-0,08	-0,1141	-0,0193	-10,072
(0...5)	1,76	11,674	11,437	-10,072

\*\*\* significant at 1%, \*\*significant at 5%, \*significant at 10%

Tal y como se muestra en la tabla 3.4, existen rendimientos anormales que son significativos para los días alrededor de los siguientes eventos “aprobación de nuevo reglamento”, “cotización de nuevas empresas”, “referéndum Brexit”, “fase de liquidación Gowex” y “Escándalo Gowex”. Por lo tanto, existe cierta evidencia empírica de que determinadas noticias financieras tienen una influencia significativa en la cotización de las empresas adheridas al MAB. Los resultados muestran diferencias en la reacción del mercado según el signo del resultado (CAAR) a diferentes eventos, esto queda reflejado en la tabla anterior, reaccionando el mercado negativamente antes los sucesos de “escándalo Gowex”, “referéndum Brexit” y “cotización de nuevas empresas”.

Este estudio nos permite además, conocer el tiempo que tardar el mercado en reaccionar ante una noticia. Mientras que el mercado bursátil parece reaccionar más rápidamente a la aprobación de un nuevo reglamento y al cambio de la normativa que afecta a las empresas que componen el MAB, junto también al caso de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, cuya reacción ante estos tres sucesos por parte del mercado es al día siguiente de su publicación. Sin embargo, este efecto se prolonga más en el tiempo en el resto de los eventos (Entrada de nuevas empresas al mercado, exclusión de participantes y problemas con Gowex). En donde también se puede observar la reacción posterior al evento, en cuyo caso esta suele ser a partir del quinto día, como podemos comprobar en los resultados de las ventanas (0, +5), de estos tres eventos analizados.

Este acontecimiento se manifiesta con una reacción del mercado más anticipada y tardía a estos hechos, tal y como se refleja en los eventos ventana (-10, 10) y (0, +5) para los diferentes tests de significación estadística utilizados (ver tabla 3.4).

Para analizar los efectos que los diferentes eventos tienen en el MAB, utilizamos tests paramétricos y no paramétricos. Dentro de los primeros, incluimos el T-test y el BMP test (Boehmer, Masumeci, & Poulsen, 1991), que proporcionan resultados significativos para el evento “cotización de nuevas empresas”, “cambio normativa Mab” y “escándalo Gowex”. Dentro de los segundos, consideramos para el análisis el Sign-test propuesto por (Wilcoxon, 1945) que muestra resultados significativos para los eventos “Aprobación de nuevo reglamento”, “cotización de nuevas empresas”, “referéndum Brexit”, “fase de liquidación de Gowex” y “escándalo Gowex”.

En lo que respecta al análisis del signo, los resultados muestran que la aprobación de un nuevo reglamento que afecte a las empresas participantes en el MAB, la entrada de nuevas empresas cotizantes, el resultado negativo a la continuidad del Reino Unido en Europa y los problemas con Gowex, tanto por la fase de liquidación como por el escándalo que afecta a la organización, tienen un efecto en la respuesta de la cotización de las empresas del MAB negativo.

Por el contrario, la “exclusión de empresas” del mercado bursátil genera una respuesta positiva entre los accionistas que se prolonga en el tiempo y “cambio de normativa MAB”. En todos los eventos, los resultados muestran que los accionistas tienden a anticipar con tiempo su respuesta, no produciéndose por tanto una respuesta rápida o brusca a estos sucesos en el mercado.

#### 4. CONCLUSIONES

Este trabajo de investigación aborda el impacto que tienen las noticias financieras en la cotización de las pymes que forman parte del MAB, y como estas noticias condicionan las oportunidades de captación de fondos de estas empresas en el mercado. Se investigan por tanto aquellas noticias que tienen una influencia directa en el mercado, por ejemplo, la entrada y salida de empresas cotizantes, los cambios en el marco de regulación relativo a las pymes en España, así como los sucesos que puedan salpicar gravemente el mercado bursátil, en relación a escándalos o quiebras de empresas importantes, que podrían generar un efecto contagio.

En particular, nuestro estudio complementa la literatura existente sobre por qué y cómo la regulación financiera es importante en el desempeño de las pymes, que tiene implicaciones políticas directas. La evaluación de los intentos legislativos actuales para desalentar a ciertos ejecutivos de empresas participantes de tomar excesivos riesgos, como por ejemplo en el sector bancario, ayuda a identificar como se debe reformar y regular el mercado bursátil (Bebchuk & Spamann, 2010).

Desde un punto de vista analítico, los resultados del estudio confirman la importancia de las noticias financieras en la cotización de las pymes en el MAB, dado que los eventos financieros analizados tienen un efecto significativo en los rendimientos anormales medios acumulados obtenidos en el análisis. Aunque el efecto en el valor de mercado es relativamente pequeño, lo que está en consonancia con otros estudios previos (Martin Curran & Moran, 2007) los resultados son claramente significativos. La reacción del mercado a las noticias no es inmediata, y parece evidente que los accionistas anticipan las noticias con cierto tiempo de antelación. Las únicas excepciones que encontramos a esta tónica son en los casos “cambio de normativa MAB” y “referéndum Brexit” en el que la respuesta es inmediata por parte de los inversores, reacción que va disminuyendo a medida que va pasando los días.

Los resultados también confirman la importancia de las noticias relacionadas con la entrada y salida de empresas cotizadas en la cotización del MAB. Mientras la entrada de nuevas pymes al mercado es visto por parte de los accionistas como una noticia negativa a considerar, la salida de empresas del mercado es visto como un fenómeno negativo por parte de los accionistas. El hecho de que la entrada de nuevas empresas sea visto como una noticia negativa puede estar relacionado con la incertidumbre que esto implica para el mercado, al entrar al mismo una empresa desconocida para el resto de los accionistas, que a su vez genera una mayor competencia para obtener inversores. En el caso contrario, la salida de una empresa cotizante en el MAB puede generar un efecto rebote en el accionista, que le lleve a adquirir acciones de otras empresas cotizantes, incrementando de esta manera la cotización del mercado. Otro hecho que podría explicar la reacción positiva del mercado ante la salida de empresas es que por regla general cuando una empresa abandona el mercado es debido a que se trata de empresas conflictivas que, ya sea por fracasos o por fraude, pueden llegar a dañar la imagen del mercado, o por el contrario, cuando dicha salida es positiva, al dar el salto al mercado continuo, como ocurrió con la empresa MásMóvil en el año 2017. En estos eventos, los accionistas anticipan estas salidas y entradas con tiempo, advirtiendo que estas noticias quedan descontadas antes de que lleguen a los medios de comunicación. Hecho que es corroborado por la política de actuación del MAB, ya que antes de publicar la exclusión de la empresa, debe ser aprobada por el MAB previo informe. Situación que implica la dilatación en el tiempo y, por lo tanto, asumida por el mercado antes de su publicación. Lo mismo ocurre con la entrada de empresas, donde el primer paso es obtener el informe favorable de incorporación por parte del MAB, su

anuncio de aceptación en el mercado, y por último la fecha de incorporación. Estados que son todos publicados por el MAB en su página web.

Por último, los resultados también muestran que determinadas noticias negativas sobre una empresa cotizante en el MAB y por tanto competidora, como el escándalo del caso Gomex, sean vistas con perspectiva negativa por parte de los accionistas, especialmente si la empresa afectada tenía cierto tamaño o influencia en el mercado. Aunque a mayor escala, claro es el ejemplo del efecto que tuvo Lehman Brothers en el mercado bursátil americano tanto antes como después de su oficial colapso. No cabe duda por tanto de que un escándalo financiero pueda afectar negativamente, por efecto contagio, al resto de empresas cotizadas. Es por ello, por lo que se puede observar en la tabla 3.4, de que esta noticia no solo tuvo gran impacto el día de su publicación, sino que influyó en los días posteriores.

Este tipo de situaciones provocan que el mercado vea con buenos ojos los cambios de reglamento, cuya finalidad es la de endurecer la entrada al mercado para ofrecer más confianza a los inversores. También fue aceptada positivamente el cambio de normativa que tuvo lugar a mediados del año estudiado, cuyo propósito fue establecer condiciones más exigentes de entrada que deberán cumplir para formar parte de este mercado las SOCIMIs. Un segmento que nunca fue bien acogido por las empresas en expansión, debido a que se tratan de empresas no consolidadas, con un periodo de vida que suele ser reducido y cuyo capital es en mayor parte de origen extranjero, lo que supone que, ante cualquier situación de crisis, deshagan sus posiciones rápidamente. Hechos que provocan incertidumbre en el mercado. A esto hay que añadir que, hasta la reforma de la presente normativa, las SOCIMIs gozaban de un trato fiscal desigual y favorable con respecto al segmento de empresas en expansión. Con la incorporación de esta nueva normativa, se pretende que las SOCIMIS, en el momento de entrar a cotizar, deben de contar con inversores minoritarios que tengan acciones por valor de al menos dos millones de euros o un 25% del capital de la compañía.

Al fuerte varapalo sufrido por el caso Gowex, cabe destacar otra noticia que tuvo una gran repercusión negativa en este mercado: la salida del Reino Unido de la Unión Europea. El 23 de junio de 2016, el Reino Unido vota en referéndum el abandono de la UE, siendo el 51,9% de los votantes partidarios de dicha salida. Como se puede observar en la tabla, en conjunto, el MAB afrontó mejor la caída por el Brexit que en el caso Gowex, pues dicha caída fue más suave y mejor asimilada por el mercado. A largo plazo, fueron muchos lo que vieron en esta situación de crisis, una oportunidad para el MAB, tras el “Sí” al Brexit, con el Reino Unido fuera del la UE, y con él su mercado alternativo bursátil (Alternative Investment Market – AIM), el MAB tiene una gran oportunidad para intentar en unos años ser el mercado alternativo de referencia en la UE.

## **5. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

Finalmente, este estudio presenta limitaciones y futuras investigaciones que se deberían considerar para mejorar el conocimiento existente sobre la influencia de las noticias financieras en el mercado alternativo bursátil.

Las limitaciones de una base de datos restringida a los años 2015 y 2016 impide la comparación con otros periodos, dado que como se ha comentado en el capítulo anterior es preciso disponer de al menos el precio de cierre de los 240 días previos al evento a estudiar. Por tanto, sería interesante para futuros trabajos de investigación realizar un análisis empírico que abarque un periodo temporal más amplio que permita mejorar el rango de datos incluidos en nuestro estudio. O, por ejemplo, si a medida que transcurre el tiempo, los mercados se adaptan o no a un escenario de incesante aparición de noticias.

Otra limitación presente en este estudio pasa por centrarse exclusivamente en el mercado español. Futuras investigaciones deberían también extenderse a otros mercados y comparar las diferencias entre los mismos. Por ejemplo, algunos estudios muestran que existen factores a nivel país que podrían condicionar la relación existente entre determinadas noticias financieras y la cotización bursátil, y por lo tanto, esto podría hacer diferir claramente los resultados entre distintos países.



## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Ball, R., & Brown, P. (1968). EMPIRICAL EVALUATION OF ACCOUNTING INCOME NUMBERS. *Journal of Accounting Research*.
- Banco de España. (2017). *INFORME SOBRE LA CRISIS FINANCIERA Y BANCARIA EN ESPAÑA, 2008-2014*. Retrieved from [https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis\\_Completo\\_web.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf)
- Bebchuk, L. A., & Spamann, H. (2010). Regulating Bankers' Pay. *Georgetown Law Journal*, 98(2), 247–287. Retrieved from [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1410072](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072)
- Bekiaropoulos, S., & Soler, P. (2018). Pymes y financiación de mercado: ¿Mito o realidad? *BBVA*. Retrieved from [https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2018/11/PSolerSBekiaropoulos\\_FinanciacionPymes\\_Expansion\\_Esp.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2018/11/PSolerSBekiaropoulos_FinanciacionPymes_Expansion_Esp.pdf)
- Blanco Bermúdez, F. (MAB). (2015). *GUÍA DE BUENAS PRÁCTICAS DE LAS ENTIDADES EMISORAS EN EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL*.
- Boehmer, E., Masumeci, J., & Poulsen, A. B. (1991). Metodología de estudio de eventos en condiciones de varianza evento inducida. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 253–272.
- Bolsa y Mercados Españoles. (2019). Informe de mercado 2018. *Balance de Actividad de Los Mercados de Valores En España*.
- Carbó Valverde, S., & Rodríguez Fernández, F. (2014). *Evolución de la financiación no bancaria y alternativa en España*. Retrieved from [http://www.funcas.es/publicaciones/viewarticulo\\_PDF.aspx?IdArt=21925](http://www.funcas.es/publicaciones/viewarticulo_PDF.aspx?IdArt=21925)
- Castilla, M., Duréndez, A., Sánchez, S., & de Torres, C. (2009). *El mercado alternativo bursátil como alternativa a la financiación para la empresa familiar española*. Universidad de Granada.
- CepymeNews. (2018). *La economía española es una de las más dependientes de las pymes - Cepymenews*.
- Comisión Europea (2014). En 2014 una de cada tres PYME no recibió la financiación que necesitaba. Retrieved from [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP\\_13\\_1070](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_13_1070)
- Crespo Espert, J. L., & García Tabuenca, A. (2007). EMPRESAS ESPAÑOLAS CON POTENCIAL DE COTIZACIÓN EN LOS MERCADOS. In *EN PORTADA*. Retrieved from [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/MAB\\_Rev BOLSA mayo 2007 Potencial .pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/MAB_Rev BOLSA mayo 2007 Potencial .pdf)
- Del Puerto, J. M. (2016). La empresa española ante el reto de financiar su futuro. *ELBOLETIN.COM*. Retrieved from [https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5182\\_La\\_empresa\\_española\\_ante\\_el\\_reto\\_de\\_financi](https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5182_La_empresa_española_ante_el_reto_de_financi)

ar\_su\_futuro

DIRCE (INE). (2018). *Estructura y dinamismo del tejido empresarial en España. Directorio Central de Empresas (DIRCE) a 1 de enero de 2018*. Madrid.

Duréndez, A., Pérez, D., & Mariño, T. (2014). *El Mercado Alternativo Bursátil: una novedosa oportunidad para las empresas familiares*. Retrieved from [https://www.researchgate.net/publication/269691295\\_El\\_Mercado\\_Alternativo\\_Bursatil\\_una\\_novedosa\\_oportunidad\\_para\\_las\\_empresas\\_familiares](https://www.researchgate.net/publication/269691295_El_Mercado_Alternativo_Bursatil_una_novedosa_oportunidad_para_las_empresas_familiares)  
Empresa, D. G. de I. y de la P. y M. (2019). *Retrato de la PYME*. Madrid.

European Central Bank. (2019). *Survey on the access to finance of enterprises*. Retrieved from [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html)

Eurostat. (2017). *SMEs in the European Union generate half of the intra-EU trade in goods*. Luxembourg.

García-Posada, M. (2014). *ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: OCTUBRE DE 2014*. Retrieved from <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Nov/Fich/be1411.pdf>

García, C., Herrero, B., & Ibañez, A. M. (2010). Análisis del proceso de formación de precios en el mercado bursátil ante la publicación del beneficio contable. *Europea de Dirección y Economía de La Empresa*, 19(1019–6838), 79–98.

García, J., Herrero, B., & Ibañez, A. M. (Universitat de V. (2005). *ESTUDIO DEL EFECTO INFORMATIVO DEL ANUNCIO DE BENEFICIOS TRIMESTRALES*.

García, M., & Fernández, E. (2001). Los efectos lunes y tamaño una justificación basada en las asimetrías de información. *Análisis Financiero*, 85, 30–49. Retrieved from <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=43781>

García Stuyck, M. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes. *Revista Española de Capital Riesgo*, 81–86.

Giralt, A., & González, J. (2012). FINANCIACIÓN DE LA PYME EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL. LA EXPERIENCIA Y PROYECCIÓN DEL MAB. *Papeles Fundación*. Retrieved from <https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/PapelesFundacion452012.pdf>

Giralt, A., & González, J. (2015a). EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB) EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS. *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, N.º 146, 78–89.

Giralt, A., & González, J. (2015b). LA BOLSA SE ABRE A MÁS EMPRESAS. EL POTENCIAL DEL MAB. Retrieved from [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/LOS\\_RETOS\\_DE\\_LA\\_FINANCIACIÓN.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/LOS_RETOS_DE_LA_FINANCIACIÓN.pdf)

Guaita, J. M. (Universidad I. de V. (2015). *El acceso a la financiación de las pymes en España: el caso del mercado alternativo bursátil para empresas en expansión*.

Retrieved from <https://www.pymesyfranquicias.com/las-pymes-espanolas-entre-las-de-mayor-dependencia-al-credito-bancario/>

López Pascual, J. (2014). Evolución y análisis de la financiación de la pyme en España. *Revista de Economía*, 113–122.

MAB. (n.d.). Retrieved from <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>

MAB. (2018). *LAS EMPRESAS DEL MAB AUMENTAN SU FACTURACIÓN EN 2018 UN 13% Y ENCADENAN SEIS AÑOS DE CRECIMIENTO*. Retrieved from [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/newsletter/2019/Balanc\\_e\\_empresas\\_Mab\\_2018.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/newsletter/2019/Balanc_e_empresas_Mab_2018.pdf)

Mabia. <https://www.mabia.es/>

Marín Cantador, S. M., & Serrano Espejo, L. (2017). *Alternativas de financiación de las PYMES en España*.

Mariño Garrido, T. (2010). *Alternext, un espejo para el MAB EE el caso Antevenio, una empresa que buscó capital en la bolsa alternativa*.

Mariño, T. (2010). Los mercados alternativos bursátiles como motores de dinamización empresarial. *Boletín de Estudios Económicos*, 65, 37–58.

Martin Curran, M., & Moran, D. (2007). Impacto del índice FTSE4Good en el precio de la empresa: un estudio de evento. *Journal of Environmental Management*, 82(4), 29–537. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301479706000892>

Martín Ugedo, J. F. (Universidad de M. (2003). METODOLOGÍA DE LOS ESTUDIOS DE SUCEOS: UNA REVISIÓN. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 9, 197–244. Retrieved from Dialnet-MetodologiaDeLosEstudiosDeSucesos-793521

Maudos, Joaquín. (2014). Tamaño empresarial y acceso a la financiación bancaria. In *Cuadernos de información económica (FUNCAS)*. Retrieved from 240art06 (3).pdf

Maudos, Joaquín. (2015). *¿Ha mejorado el acceso de las pymes a la financiación bancaria?: España en el contexto europeo*. Retrieved from [http://www.funcas.es/publicaciones/viewarticulo\\_PDF.aspx?IdArt=21924](http://www.funcas.es/publicaciones/viewarticulo_PDF.aspx?IdArt=21924)

MEySS. (2018). *Cifras PyME 2018*. Madrid.

Ochoa Arribas, C. (Protector del I. de la B. de V. (2018). El Entorno Pre-Mercado como vía para preparar la incorporación al Mercado Alternativo Bursátil. *Revista Española de Capital Riesgo*, 19–31. Retrieved from [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Art\\_\\_02\\_Revista\\_CR\\_n\\_3-2018\\_2\\_C\\_\\_Ochoa.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Art__02_Revista_CR_n_3-2018_2_C__Ochoa.pdf)

Soler, L., & Carro, D. (2009). El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación. 263.

- Soto-Araneta, M. A., Téllez-Valle, C., & Berenguer, E. (2013). El comportamiento de la liquidez de valores de Pymes en un mercado alternativo bursátil. *Atlantic Review of Economics*, 2. Retrieved from <https://www.econstor.eu/handle/10419/146557>
- Wilcoxon, F. (1945). Individual Comparisons by Ranking Methods. *Biometrics Bulletin*, 1(6), 80. <https://doi.org/10.2307/3001968>

## 7. ANEXOS

### ANEXO I: LISTADO DE EMPRESAS AÑO 2015\_MAB

Nº	CÓDIGO	RAZÓN SOCIAL	NOMBRE EMPRESA
1	ES0156303002	1NKEMIA IUCT GROUP, S.A.	1NKEMIA I
2	ES0109659013	AB-BIOTICS, S.A.	AB-BIOTICS
3	ES0105102000	AGILE CONTENT, S.A.	AGILE CONTENT
4	ES0113312005	ALTIA CONSULTORES, S.A.	ALTIA CONSUL
5	ES0184980003	BIONATURIS (BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, S.A.)	BIONATURIS
6	ES0171957014	BODACLICK, S.A. (EN LIQUIDACION)	BODACLICK
7	ES0116162068	CARBURES EUROPE, S.A.	CARBURES
8	ES0112320009	CATENON, S.A.	CATENON
9	ES0121071007	COMMCENTER, S.A.	COMMCENTER
10	BG1100025128	EBIOSS ENERGY, AD	EBIOSS
11	ES0105042008	EUROCONSULT GROUP, S.A.	EUROCONSULT
12	ES0133421000	EUROESPES, S.A.	EUROESPES
13	ES0133443004	EURONA WIRELESS TELECOM, S.A.	EURONA WIREL
14	ES0105029005	FACEPHI BIOMETRÍA, S.A.	FACEPHI BIO
15	ES0105093001	GIGAS HOSTING, S.A.	GIGAS HOSTING
16	ES0105079000	GREENERGY RENOVABLES, S.A.	GREENERGY
17	ES0143328005	GRIÃO ECOLOGIC, S.A.	GRIÃO
18	ES0105049003	HOME MEAL REPLACEMENT, S.A.	HOME MEAL
19	ES0147791018	IMAGINARIUM, S.A.	IMAGINARIUM. S.A.
20	ES0105083002	INCLAM, S.A.	INCLAM
21	ES0158252033	LET'S GOWEX, S.A.	LET'S GOWEX
22	ES0158746026	LUMAR NATURAL SEAFOOD, S.A.	LUMAR
23	ES0105089009	LLEIDANETWORKS SERVEIS TELEMATICS, S.A.	LLEIDANETWORKS
24	ES0184696013	MASMOVIL IBERCOM, S.A.	MASMOVIL
25	ES0161857018	MEDCOM TECH, S.A.	MEDCOM TECH
26	ES0105062022	NBI BEARINGS EUROPE, S.A.	NBI BEARINGS E.
27	ES0105081006	NEOL BIOSOLUTIONS, S.A.	NEOL BIOSOLUT.
28	ES0166198012	NEURON BIO, S.A.	NEURON BIO
29	ES0105020004	NPG TECHNOLOGY, S.A.	NPG TECHNOLOGY
30	ES0131703003	SECUOYA GRUPO DE COMUNICACION, S.A.	SECUOYA
31	ES0105076006	TECNOQUARK TRUST, S.A.	TECNOQUARK
32	ES0105097002	THINK SMART, S.A.	THINK SMART
33	ES0176406009	VOUSSE CORP, SOCIEDAD ANONIMA	VOUSSE COR
34	ES0184849018	ZINKIA ENTERTAINMENT, S.A.	ZINKIA

**ANEXO II: LISTADO DE EMPRESAS AÑO 2016\_MAB**

Nº	CÓDIGO	RAZÓN SOCIAL	NOMBRE EMPRESA
1	ES0156303002	INKEMIA IUCT GROUP, S.A.	INKEMIA I
2	ES0109659013	AB-BIOTICS, S.A.	AB-BIOTICS
3	ES0105102000	AGILE CONTENT, S.A.	AGIL CONTENT
4	ES0113312005	ALTIA CONSULTORES, S.A.	ALTIA CONSUL
5	ES0105127007	ASTURIAS RETAIL AND LEISURE SOCIMI, S.A.U.	ASTURIAS RETAIL
6	ES0105148003	ATRY'S HEALTH, S.A.	ATRY'S
7	ES0184980003	BIONATURIS (BIOORGANIC RESEARCH AND SERVICES, S.A.)	BIONATURIS
8	ES0116162068	CARBURES EUROPE, S.A.	CARBURES
9	ES0112320009	CATENON, S.A.	CATENON
10	ES0105121000	CLERHP ESTRUCTURAS, S.A.	CLERHP ESTR.
11	ES0105152005	CLEVER GLOBAL, S.A.	CLEVER GLO.
12	ES0121071007	COMMCENTER, S.A.	COMMCENTER
13	BG1100025128	EBIOSS ENERGY, AD	EBIOSS
14	ES0131172001	ENTRECAMPOS CUATRO SOCIMI, S.A.	ENTRECAMPOS
15	ES0105042008	EUROCONSULT GROUP, S.A.	EUROCONSULT
16	ES0133421000	EUROESPES, S.A.	EUROESPES
17	ES0133443004	EURONA WIRELESS TELECOM, S.A.	EURONA WIREL
18	ES0105029005	FACEPHI BIOMETRÍA, S.A.	FACEPHI BIO
19	ES0105093001	GIGAS HOSTING, S.A.	GIGAS HOSTING
20	ES0105079000	GRENERGY RENOVABLES, S.A.	GRENERGY
21	ES0143328005	GRIÃO ECOLOGIC, S.A.	GRIÃO
22	ES0105049003	HOME MEAL REPLACEMENT, S.A.	HOME MEAL
23	ES0147791018	IMAGINARIUM, S.A.	IMAGINARIUM
24	ES0105083002	INCLAM, S.A.	INCLAM
25	ES0105089009	LLEIDANETWORKS SERVEIS TELEMATICS, S.A.	LLEIDANETWORKS
26	ES0184696013	MASMOVIL IBERCOM, S.A.	MASMOVIL
27	ES0161857018	MEDCOM TECH, S.A.	MEDCOM TECH
28	ES0105062022	NBI BEARINGS EUROPE, S.A.	NBI BEARINGS E.
29	ES0105081006	NEOL BIOSOLUTIONS, S.A.	NEOL BIOSOLUT.
30	ES0166198012	NEURON BIO, S.A.	NEURON BIO
31	ES0105020004	NPG TECHNOLOGY, S.A.	NPG TECHNOLOGY
32	ES0105038006	ONLY APARTMENTS, S.A.	ONLY APART.
33	ES0131703003	SECUOYA GRUPO DE COMUNICACION, S.A.	SECUOYA
34	ES0105076006	TECNOQUARK TRUST, S.A.	TECNOQUARK
35	ES0105097002	THINK SMART, S.A.	THINK SMART
36	ES0176406066	VOUSSE CORP, SOCIEDAD ANONIMA	VOUSSE COR
37	ES0105156006	VOZTELECOM OIGAA360, S.A.	VOZTELECOM
38	ES0184849018	ZINKIA ENTERTAINMENT, S.A.	ZINKIA